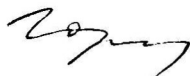


0-792896

На правах рукописи



ГОРЛОВСКАЯ Ирина Георгиевна

**ФОРМИРОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ И МЕХАНИЗМА
РЕГУЛИРОВАНИЯ УСЛУГ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ
СУБЪЕКТОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Екатеринбург – 2010

~~58/01-150~~
16 02 40

0- 792896

На правах рукописи

Горловская Ирина Георгиевна

**ФОРМИРОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ И МЕХАНИЗМА
РЕГУЛИРОВАНИЯ УСЛУГ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ
СУБЪЕКТОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000690328

Екатеринбург -2010

Работа выполнена на кафедре «Финансы и кредит»
ГОУ ВПО «Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского»

Научный консультант

Доктор экономических наук, профессор
Миллер Александр Емельянович,
ГОУ ВПО «Омский государственный университет
им. Ф.М. Достоевского» (г. Омск, Россия)

Официальные оппоненты

Доктор экономических наук, профессор
Мельникова Елена Ивановна,
ГОУ ВПО «Южно-Уральский государственный
университет» (г. Челябинск, Россия)

Доктор экономических наук, профессор
Пищулов Виктор Михайлович,
ГОУ ВПО «Уральский государственный
лесотехнический университет» (г. Екатеринбург, Россия)

Доктор экономических наук, профессор
Селищев Александр Сергеевич,
ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный уни-
верситет экономики и финансов» (г. Санкт-Петербург,
Россия)

Ведущая организация

ФГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный
университет» (г. Санкт-Петербург, Россия)

Защита состоится 11 марта 2010 г. в 11-00 на заседании диссертационного совета ДМ 212.287.02 при ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, зал заседания Ученого Совета (ауд. 150).

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью, просим направлять по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет», ученому секретарю диссертационного совета ДМ 212.287.02.

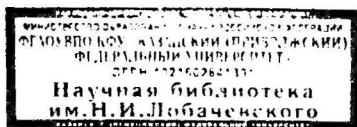
С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет». Автореферат диссертации размещен на сайте ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» (<http://www.usue.ru>).

Автореферат разослан «9» февраля 2010 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
доктор экономических наук, профессор



О. Б. Веретенникова



I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Обеспечение темпов ускоренного экономического развития России посредством качественного повышения конкурентоспособности отечественного рынка ценных бумаг как сегмента финансового рынка, а также потребности экономических субъектов рыночной экономики в перераспределении денежных ресурсов требуют наличия адекватно развитой инфраструктуры рынка ценных бумаг. Услуги на рынке ценных бумаг (РЦБ-услуги) являются его неотъемлемой частью: профессиональные субъекты рынка ценных бумаг (услугодатели РЦБ-услуг) способствуют эффективному обмену активами и обязательствами между эмитентами ценных бумаг и инвесторами. Значимость услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг возрастает по мере совершенствования механизмов перераспределения с помощью ценных бумаг в русле общемировых тенденций: глобализации финансовых рынков, усиления позиций организованных рынков ценных бумаг, дематериализации ценных бумаг, информатизации, унификации и стандартизации процедур и деятельности участников рынка ценных бумаг.

Согласно Стратегии развития финансового рынка на период до 2020 г., утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р, перед отечественным рынком ценных бумаг стоят задачи: во-первых, обеспечения эффективности его инфраструктуры путем унификации регулирования всех его сегментов; повышения уровня предоставления услуг по учету прав собственности на ценные бумаги; во-вторых, совершенствования государственного регулирования и саморегулирования рынка ценных бумаг путем унификации принципов и стандартов деятельности участников финансового рынка, принятия действенных мер по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

В этих условиях ощущается острая необходимость в углублении и расширении научных представлений об участниках рынка, предмете их деятельности и регулировании на основе системных и специальных подходов. Унификация государственного регулирования и саморегулирования требуют разработки и использования единой методологии, понятийного аппарата и методического инструментария. Между тем, вопросы теории услуг на рынке ценных бумаг являются недостаточно разработанными. Малоисследованным остается содержание услуги на рынке ценных бумаг, а, следовательно, изменения в нормативно-правовой базе регулирования этих услуг не всегда обоснованы с научной точки зрения. Парадигма регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, адекватная начальному этапу его развития, не соответствует современному состоянию РЦБ-услуг. К нерешенным проблемам отечественного рынка ценных бумаг следует отнести вопросы, связанные с идентификацией профессиональных услуг на рынке ценных бумаг; проблему разграничения профессиональной и непрофессиональной деятельности; вопросы, связанные с

определением границ, уровней, требований и условий лицензирования профессиональной деятельности. Особая потребность в фундаментальных исследованиях наблюдается в период финансового кризиса, поскольку от качества услуг на рынке ценных бумаг, от уровня, степени и способов их регулирования зависят результаты взаимодействия реального и финансового секторов экономики, степень защиты интересов инвесторов.

Таким образом, в связи с растущей сложностью рынка ценных бумаг, с учетом перспектив его развития и значимости в экономике возникла необходимость методологического обоснования регулирования РЦБ-услуг на рынке ценных бумаг Российской Федерации.

Разработанность темы исследования. Изучение отечественной и зарубежной научной литературы по теме диссертации показало, что фундаментальные исследования РЦБ-услуг не проводились. Между тем, накоплен значительный опыт в научных трудах, посвященных разным аспектам рынка ценных бумаг как сложного, многоуровневого явления, что позволило выделить и исследовать РЦБ-услуги.

Значительный вклад в развитие теории ценных бумаг, исследование природы и характеристики ценных бумаг внесли М. Агарков, М. А. Алексеев, Б. И. Алехин, А. И. Басов, Т. А. Батяева, В. А. Белов, В. А. Боровкова, П. В. Воробьев, В. А. Галанов, А. Ю. Грибов, Е. Демушкина, В. Н. Едророва, А. Г. Каратуев, В. И. Колесников, В. А. Лялин, Я. М. Миркин, Е. В. Михайлова, Н. Л. Маренков, Т. Н. Новожилова, А. С. Селищев, Д. И. Степанов, И. И. Столяров, В. С. Торкановский, М. Б. Ческидов, Г. Н. Шевченко.

Институциональные основы рынка ценных бумаг как совокупности правил, норм и традиций экономического поведения и совокупности взаимодействующих организаций раскрыты в трудах зарубежных ученых: З. Боди, Х. Демсеца, Р. Коуза, Р. Мертона, Д. Норта, А. Оноре, О. Уильямсона. Рассмотрению проблем российского рынка ценных бумаг с позиции неонституционализма посвящены работы Р. И. Капелюшникова, С. В. Лосева, Н. Миллер, А. Н. Олейника, Т. В. Тормозовой, Е. В. Чирковой, А. Е. Шаститко.

Общетeorетическое содержание и особенности услуг профессиональных субъектов выявлены на основе трудов Ф. Котлера, К. Лавлока, К. Хаксевера, Б. Рендера, Р. Рассела, Р. Мердика, М. Скотта, К. Гренрооса, Г.А. Аванесовой, В. А. Бескровной, Т. Д. Бурменко, Х. Ворачека, В. Э. Гордина, Н. Н. Даниленко, В. И. Николайчука, М. А. Николаевой, А. Разумовской, М. Д. Сушинской, Т. А. Туренко, Д. И. Хлебовича, В. Янченко.

В основу исследования деятельности профессиональных субъектов по оказанию услуг на рынке ценных бумаг легли работы А. И. Басова, Т. А. Батяевой, В. А. Боровковой, В. А. Галанова, М. И. Глухой, В. Н. Едроновой, Е. Ф. Жукова, А. Г. Ивасенко, А. Козлова, А. А. Киячкова, В. И. Колесникова, К. В. Криничанского, Н. Л. Маренкова, Я. М. Миркина, Т. Н. Новожиловой, А. В. Приходько, Б. Б. Рубцова, А. С. Селищева, Н. Г. Семелютиной, Е. В. Семенковой, М. В. Снежинской, И. И. Столярова, Л. С. Тарасевича, В. С. Торка-

новского, К. С. Царихина, Л. А. Чалдаевой. В них отражены различные аспекты деятельности профессиональных участников отечественного рынка ценных бумаг. Особенности услуг элементов учетной системы рынка ценных бумаг (регистраторов и депозитариев) раскрыты в трудах А. Е. Абрамова, К. Р. Адамовой, Б. И. Алехина, Е. В. Архиповой, П. М. Ланского, И. Лысихина, Ф. Майзенберга, В. С. Петрова, Д. Соловьева, Г. С. Фейгина, С. Г. Хоружего, Б. В. Черкасского. Важными для построения типологии РЦБ-услуг являются работы В. В. Ковалева, И. А. Бланка.

При исследовании услуг на зарубежных рынках ценных бумаг были использованы работы Г. Александера, Д. Блэкуэлла, З. Боди, Дж. Бэйли, Л. Гитмана, М. Джонка, А. Кейна, Д. Кидуэлла, Р. Колба, П. Колдуэлла, Д. Кросуэйта, Р. Мертонса, Ф. Мишкина, Р. Петерсона, Р. Тьюлза, Т. Тьюлза, Ф. Фабоцци, У. Шарпа. Несмотря на то, что указанные авторы напрямую не исследуют услуги на рынке ценных бумаг, их теоретические выводы позволяют определить место и роль профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг, сформулировать классификационные признаки РЦБ-услуг, а также выявить магистральные направления в развитии РЦБ-услуг.

В работах Э. Аткинсона, М. Вебера, Дж. Стиглица, М. Фридмана заложены теоретико-методологические подходы к регулированию рынка. Отдельным вопросам регулирования рынка ценных бумаг посвящены работы В. А. Белова, Е. В. Зенькович, Е. Колдашовой, Н. В. Мещеровой, А. Рота, А. Захарова, Р. Бернарда, П. Беренбойма, Б. Борна, П. М. Ланскова, Н. Миллер, В. Д. Миловинова, Я. М. Миркина, В. С. Плескачевского, Б. Б. Рубцова, О. В. Саввиной, Н. Г. Семелютиной, В. Л. Тамбовцева.

Дискуссионность проблематики, недостаточная исследованность РЦБ-услуг и необходимость научного обоснования механизма регулирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг обусловили выбор темы, постановку цели и задач диссертационной работы.

Цель исследования заключается в разработке теории РЦБ-услуг, методологии и механизма их регулирования в условиях экономики России. Для достижения указанной цели в работе необходимо решить следующие **основные задачи**:

- исследовать и систематизировать теоретические основы РЦБ-услуг;
- систематизировать подходы к исследованию услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг для обоснования идентификационно-структурного подхода;
- раскрыть и обосновать содержание, структуру и функции РЦБ-услуги на основе выявления экономико-институциональной характеристики ценной бумаги;
- предложить и обосновать типологию и классификации РЦБ-услуг в качестве инструментария ее идентификации и регулирования;
- определить место и роль РЦБ-услуг учетной системы рынка ценных бумаг с учетом основных тенденции развития рынка ценных бумаг;

➤ исследовать особенности развития и регулирования РЦБ-услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в Российской Федерации;

➤ предложить и обосновать модели и механизм регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг.

Предмет исследования – услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг, обусловленные их экономико-институциональной характеристикой.

Объект исследования – рынок ценных бумаг как система перераспределения денежных средств и предоставления услуг профессиональными субъектами.

Теоретико-методологической основой исследования послужили фундаментальные положения нескольких научных направлений: неинституциональной экономической теории, теории ценных бумаг, теории финансовых рынков, теории финансового посредничества, теории регулирования рынка. На их пересечении построено данное исследование.

Исследование выполнено с учетом идентификационно-структурного подхода на основе принципов системности, комплексности, детерминированности. В работе были применены следующие методы исследования и изложения материала: метод моделирования, метод экономико-статистической группировки (структурной, типологической), компаративистский (сравнительный) анализ, метод графических интерпретаций.

Структурно-логическая схема исследования приведена на рисунке 1.

Информационной базой исследования являются:

➤ научные разработки, монографии, учебные разработки, статьи отечественных и зарубежных ученых, статистическая и иная информация о рынках ценных бумаг его отдельных сегментах, данные отечественных и зарубежных организаций;

➤ аналитические материалы саморегулируемых организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, научных организаций, опубликованные в периодических научных изданиях, информационных сборниках и обзорах, размещенные на корпоративных, ведомственных и общегосударственных сайтах в сети Интернет;

➤ законодательные акты Российской Федерации, указы Президента Российской Федерации, постановления Правительства Российской Федерации, положения Федеральной службы по финансовым рынкам, Центрального банка, Федеральной службы государственной статистики, Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, справочные издания;

➤ законодательные акты стран ближнего и дальнего зарубежья, публикации международных финансовых организаций, данные из сети Интернет.

В качестве **временных рамок** исследования определен период с 1990 г. по настоящее время.

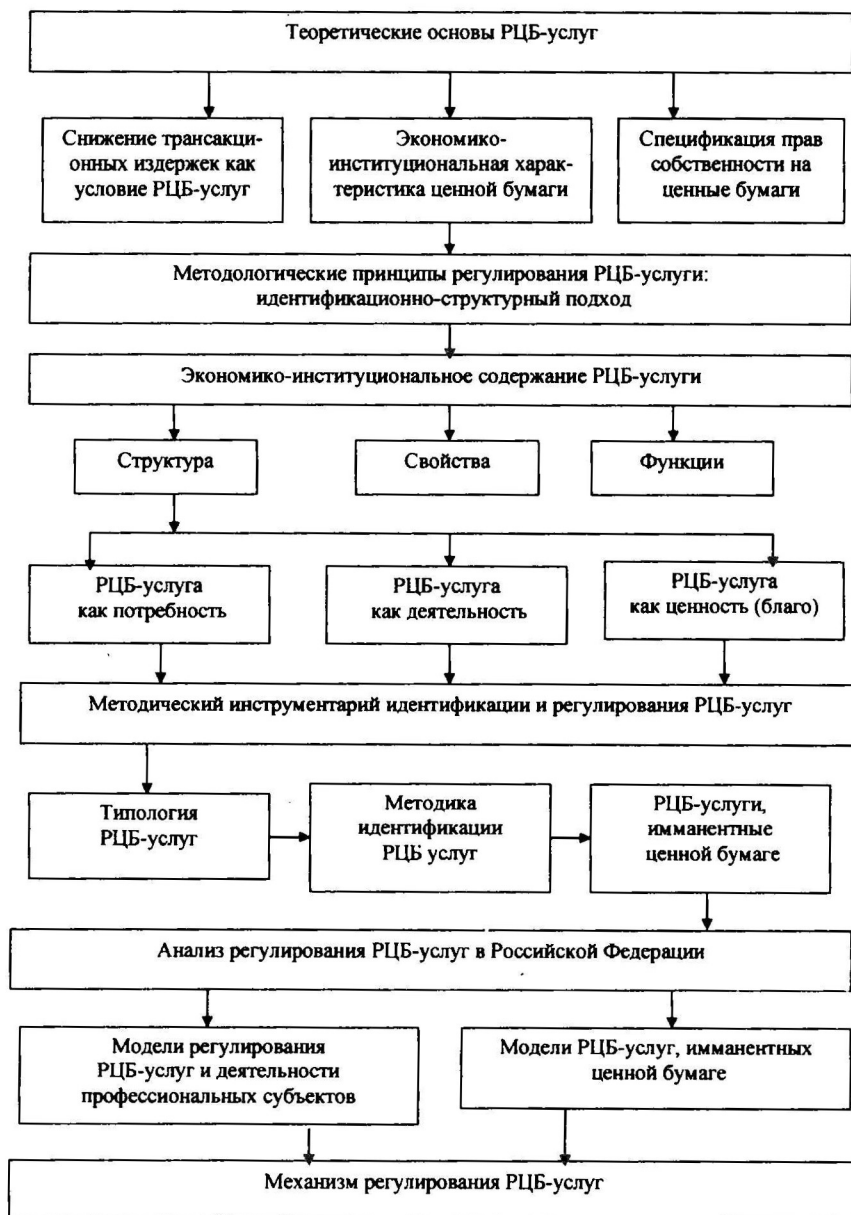


Рисунок 1 – Структурно-логическая схема диссертационного исследования

Соответствие паспорту ВАК. Исследование соответствует формуле специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит:

п. 4.3. Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов;

п. 4.6. Государственное регулирование фондового рынка.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в развитии теории рынка ценных бумаг, в разработке теоретико-методологических положений и методических рекомендаций исследования и регулирования РЦБ-услуг, позволяющих расширить представление экономической науки о содержании и специфике их формирования, уровнях и механизме их регулирования.

Научные результаты, полученные лично автором и отражающие научную новизну исследования, заключаются в следующем:

1. Комплексно раскрыты теоретические основы РЦБ-услуги на основе определения характеристики ценной бумаги с разграничением ее признаков и свойств как товара особого рода, базовых потребительских свойств, формы выпуска и способа передачи прав по ценной бумаге.

2. Систематизированы подходы к исследованию услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг. Предложен и обоснован идентификационно-структурный подход как инструмент идентификации и регулирования РЦБ-услуг.

3. Впервые теоретически обосновано понятие «РЦБ-услуга» как синтез понятий потребность, деятельность и ценность детерминированных характеристик ценных бумаг. Аргументированы условия формирования и функционирования РЦБ-услуг. Расширен понятийный аппарат, используемый при анализе рынка ценных бумаг посредством введения в научный оборот понятия «профессиональный субъект рынка ценных бумаг».

4. Определен методический инструментарий идентификации РЦБ-услуги и ее регулирования на основе идентификационно-структурного подхода. Разработана типология и новые классификации РЦБ-услуг. Аргументировано разделение РЦБ-услуг на имманентные ценным бумагам и трансцендентные РЦБ-услуги. В качестве инструмента для идентификации РЦБ-услуги, определения содержания профессиональной деятельности по предложению и оказанию РЦБ-услуг и для регулирования отдельных видов РЦБ-услуг разработаны и предложены первичная и вторичная матрицы РЦБ-услуг.

5. Доказано, что ценная бумага, выпущенная в бездокументарной форме, существует исключительно во взаимосвязи с регистрационными и учетными РЦБ-услугами. Обосновано место и роль услуг учетной системы как РЦБ-услуг, имманентных бездокументарной ценной бумаге. Построены базовые модели предоставления РЦБ-услуг учетной системы рынка ценных бумаг и сделаны рекомендации в отношении их использования.

6. Предложена и обоснована модель регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов, предлагающих и оказывающих РЦБ-услуги, включающая государственное регулирование, саморегулирование и контрактное регулирование, позволяющая выработать практические рекомендации в области разграничения полномочий по уровням регулирования.

7. Разработан механизм регулирования деятельности профессиональных субъектов, предлагающих и оказывающих РЦБ-услуги на основе идентификационно-структурного подхода.

Научные положения и выводы работы могут служить базой для дальнейших исследований данной проблематики.

Практическая значимость исследования. Теоретические, методологические, практические результаты и выводы исследования могут быть использованы:

➤ государственными органами при разработке концепций развития и регулирования рынка ценных бумаг; законодательных и нормативных актов, регламентирующих регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

➤ саморегулируемыми организациями в процессе формирования требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и стандартов их профессиональной деятельности, а также в процессе контроля над выполнением стандартов;

➤ профессиональными участниками рынка ценных бумаг в процессе разработки и использования внутренних документов, регламентирующих предоставление РЦБ-услуг.

Ряд результатов и выводов диссертационного исследования может быть использован в учебном процессе при совершенствовании преподавания по финансовым дисциплинам, разработке программ учебных курсов, учебно-методических пособий, чтении специальных учебных курсов для экономических специальностей, бакалавриата и магистратуры направления «Экономика» (профиль «Финансы и кредит»).

Апробация результатов исследования. Основные выводы и теоретические положения диссертационного исследования были представлены на конференциях международного и всероссийского уровня, в том числе на международных научных и научно-практических конференциях: Международная научно-практическая конференция «Экономика региона: интеллект, инновации, предпринимательство» (Омск, 2009); Всероссийская научная конференция «Университеты России: вклад в образование и научное развитие регионов страны» (Омск, 2009); 4-а международна научна практична конференция «Научно пространство на Европа-2008» (София, Болгария, 2008), IV Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji «Strategiczne pytania światowej nauki-2008» (Przemyśl, Польша, 2008); Всероссийская электронная научная конференция «Современные инвестиционные и финансовые технологии» (Москва, 2008); Международная научно-практическая конференция «Конкурентоспособность региональной экономики: опыт, проблемы, перспективы» (Омск, 2007); Международная научно-практическая конференция «Двенадцатые Апрельские экономические чтения» (Омск, 2007); Международная научно-практическая конференция «Перспективы и пути развития экономики региона» (Омск, 2006); Международная научно-методическая конференция «Научные основы преподавания финансово-кредитных и учетных дисциплин» (Москва, 1999); Всесоюзная научно-практическая конференция «Общество. Человек. Экономика»

(Омск, 1996), а также на специализированных (профессиональных) научно-практических конференциях «Российский фондовый рынок: перспективы развития» (Омск, 2007); «Новые инвестиционные возможности на фондовом рынке» (РТС, НАУФОР, Омск, 2005).

Работа выполнялась в рамках следующих проектов:

- гранта «Создание и ввод в опытную эксплуатацию Российского портала открытого образования» (№ 1694/4 от 01.09.2002 г., № 664 от 15.11.2002 г.) с финансированием из Фонда Российского государственного института открытого образования (Москва, 2002 г.);

- научно-исследовательский проект «Современные проблемы организационно-управленческого регулирования внутрифирменных экономических отношений» (№ 407 от 01.01.2006 г.).

Результаты исследования апробированы в концепции развития рынка ценных бумаг Омской области; использовались при разработке концепции социально-экономического развития Омской области до 2015 года; применяются в деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг Омского региона: ООО Финансовой компании «Файнекс», Филиала «ОРК-ОМСК» ОАО «Объединенной регистрационной компании» (ОАО «ОРК»); ЗАО «Октан-Брокер»; Управляющей компании «Октан», Омского фондового интернет центра (ФИЦ) группы компаний АЛОР в процессе предоставления услуг физическим и юридическим лицам. Отдельные положения диссертационного исследования нашли отражение в деятельности Омского филиала Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), Территориального управления по Омской области Федерального агентства по управлению государственным имуществом.

Выводы и предложения по разграничению предмета регулирования РЦБ-услуг вошли в аналитические записки, направленные в СРО НАУФОР, Федеральную службу по финансовым рынкам Российской Федерации, Омский областной фонд защиты прав инвесторов.

Полученные теоретические и практические результаты нашли практическое применение в учебном процессе при чтении учебных курсов «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Современные проблемы экономической науки и производства: современные проблемы в сфере финансов», «Аттестация специалистов рынка ценных бумаг» при подготовке специалистов, бакалавров и магистров в области экономики в Омском государственном университете им. Ф.М. Достоевского, при реализации программ подготовки специалистов финансового рынка омского отделения НАУФОР.

Публикации. По результатам теоретико-методологических и практических исследований опубликованы 53 работы общим объемом 84,37 п. л., в том числе 9 статей в научных изданиях, рекомендованных экспертным советом ВАК РФ.

Структура диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, библиографического списка и 21 приложения. Работа изложена на 300 страницах основного текста, содержит 42 таблицы, 27 ри-

сунков. Содержание выполненного исследования логически раскрывается в установленной автором последовательности.

Во *введении* обоснована актуальность темы диссертации; дана характеристика степени разработанности проблемы; сформулированы объект и предмет исследования, цель и задачи; показана научная новизна диссертационного исследования, определена его практическая значимость.

Первая глава «Теоретические основы РЦБ-услуг» посвящена исследованию общенаучных теоретико-системных представлений и экспертных знаний о профессиональной деятельности и услуге на рынке ценных бумаг. Здесь представлен генезис теоретических представлений об услуге на рынке ценных бумаг, раскрывается понятие РЦБ-услуги, обосновываются необходимое и достаточное условия формирования и функционирования РЦБ-услуг, для чего определяется экономико-институциональная характеристика ценной бумаги на основе выделения ее признаков, свойств и формы существования; рассматривается спецификация прав собственности на ценные бумаги в процессе предоставления РЦБ-услуг.

Во *второй главе* «Концептуальное обоснование исследования и регулирования РЦБ-услуг» представлен анализ подходов к исследованию РЦБ-услуг и предложен новый идентификационно-структурный подход, направленный на их идентификацию и регулирование; определяются принципы формирования и функционирования РЦБ-услуг; устанавливается экономико-институциональное содержание и структура РЦБ-услуги в разрезе понятий «потребность», «деятельность», «ценность»; аргументируются ее свойства и функции.

В *третьей главе* «Методический инструментарий построения моделей РЦБ-услуг и их регулирования» обосновывается типология и новые классификации РЦБ-услуг, лежащие в основе процесса их идентификации и регулирования; в целях разграничения уровней регулирования определяются РЦБ-услуги, имманентные ценной бумаге, и трансцендентные РЦБ-услуги; конструируются матрицы РЦБ-услуг как инструмент их идентификации и регулирования.

В *четвертой главе* «Модели и механизм регулирования РЦБ-услуг» анализируется и обобщается практика регулирования РЦБ-услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в России и за рубежом; представляются разработанные на основе идентификационно-структурного подхода модели РЦБ-услуг, имманентных ценной бумаге, и динамическая трехуровневая модель регулирования РЦБ-услуг; определяются компоненты механизма регулирования РЦБ-услуг с учетом ранжирования предмета, объектов по уровням регулирования; предлагаются законодательные новации в области регулирования профессиональной деятельности на российском рынке ценных бумаг.

В *заключении* делаются основные выводы и обобщаются результаты диссертационного исследования.

II Основные научные положения и результаты исследования, выносимые на защиту

1. Впервые теоретически обосновано понятие «РЦБ-услуги». Необходимым условием формирования и функционирования РЦБ-услуги является снижение транзакционных издержек в транзакциях типа «эмитент-инвестор» и типа «инвестор-инвестор». Достаточным условием формирования и функционирования РЦБ-услуги является характеристика ценной бумаги, включающая признаки ценной бумаги, свойства ценной бумаги как товара особого рода, потребительные свойства ценной бумаги и форму ее существования.

В научной и практической среде дискутируются вопросы, касающиеся специализированной финансовой деятельности организаций и предоставления услуг на финансовом рынке, составной частью которого является рынок ценных бумаг (РЦБ). В целях восполнения нечеткости определения услуги, оказываемой на рынке ценных бумаг, в диссертационной работе обосновано понятие «РЦБ-услуга». РЦБ-услуга рассматривается как синтез понятий «потребность», «деятельность» и «ценность», детерминированных характеристикой ценной бумаги. К РЦБ-услугам отнесены услуги, удовлетворяющие финансовые и инвестиционные потребности экономических субъектов, необходимость в которых вытекает непосредственно из характеристики ценной бумаги.

Автором определены субъекты РЦБ-услуги. К ним отнесены субъекты обмена активами (услугополучатели) и профессиональные субъекты рынка ценных бумаг (услугодатели). В качестве субъектов обмена активами рассматриваются эмитенты (реципиенты) - экономические субъекты, нуждающиеся в дополнительных денежных ресурсах и выпускающие для их привлечения ценные бумаги, и инвесторы (доноры) - владельцы излишков денежных ресурсов, вкладывающие денежные средства в ценные бумаги эмитентов. К профессиональным субъектам рынка ценных бумаг отнесены профессиональные участники рынка ценных бумаг (*de jure*) и непрофессиональные участники (*de facto*).

Исследуя экономико-институциональную природу РЦБ-услуги, автор пришел к выводу, что необходимым условием ее формирования является снижение транзакционных издержек эмитентов и инвесторов в процессе обмена активами с помощью ценных бумаг с целью достижения их финансовых и инвестиционных целей. Под транзакционными издержками понимаются затраты, возникающие при обмене активами с помощью ценных бумаг. Согласно теории транзакционных издержек автором предложена классификация издержек *ex ante* и *ex post* в транзакциях двух типов: типа «эмитент-инвестор» и типа «инвестор-инвестор», и определены «узкие места», где у эмитента и инвесторов образуются транзакционные издержки (рисунки 2-3).

Каждый вид издержек привязан к определенному этапу сделки.

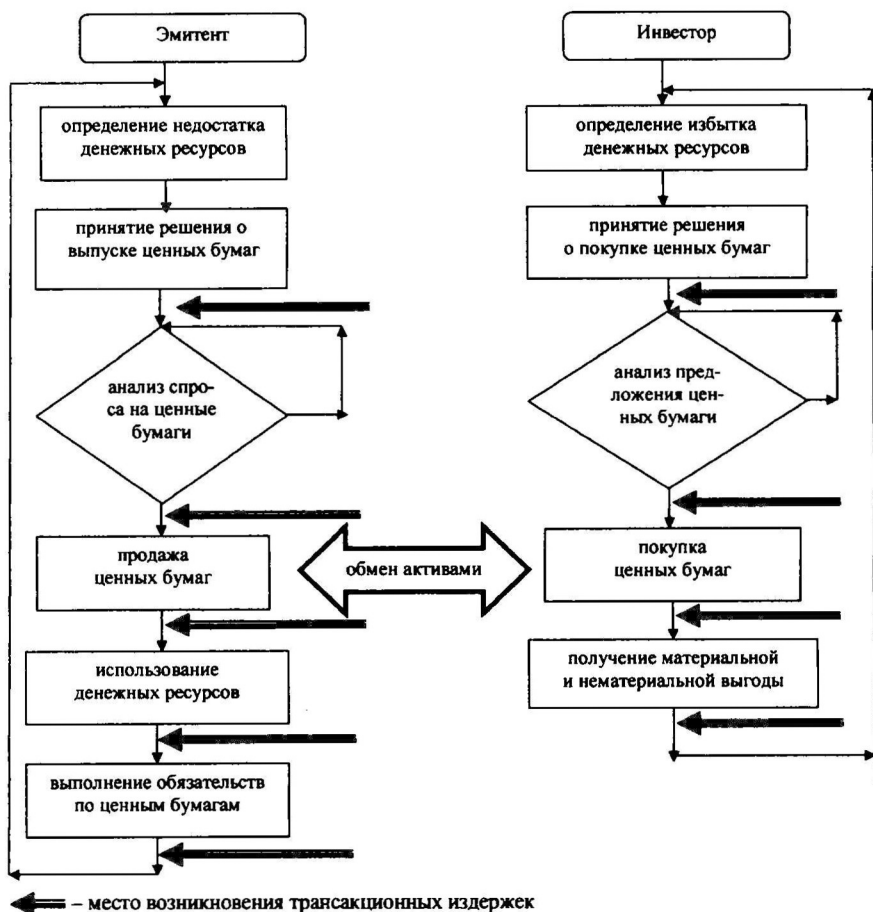
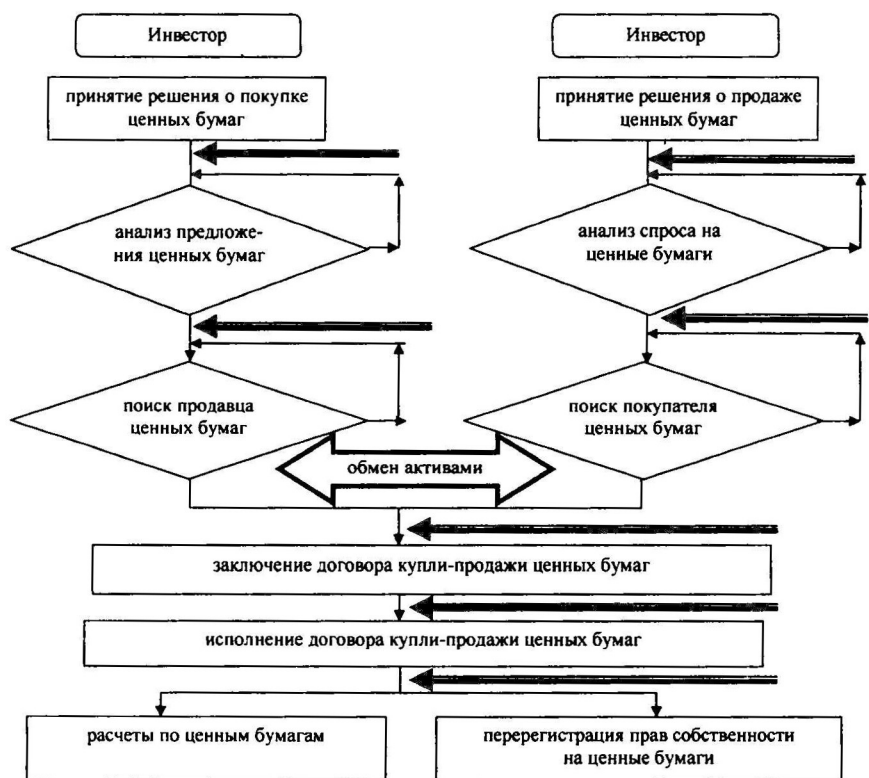


Рисунок 2 – Схемы возникновения транзакционных издержек эмитента и инвестора в транзакциях активов типа «эмитент-инвестор»

Основные транзакционные издержки эмитента связаны с получением и обработкой информации, на основе которой он принимает финансовые решения об объеме выпуска ценных бумаг, способе и сроке их размещения, эмиссионной цене, об обязательствах, которые он возьмет на себя перед инвесторами в обмен на денежные ресурсы. Эмитент должен подготовить необходимые документы для регистрации выпуска и непосредственно разместить выпущенные ценные бумаги.

Для инвестора, особое значение имеют транзакционные издержки, связанные с поиском информации, которая является основой принятия инвестиционных решений; инвестор должен владеть знаниями, методиками экономического

анализа, что требует постоянных затрат. Необходимость контроля за соблюдением эмитентом прав инвестора и обязательств перед ним, вызывает потребность в институтах, способных взять на себя обеспечение этого контроля.



← - место возникновения транзакционных издержек инвесторов, связанных с приобретением ценных бумаг

Рисунок 3 – Схема возникновения транзакционных издержек инвесторов в транзакциях активов типа «инвестор-инвестор»

Содержание транзакционных издержек в отношениях типа «инвестор-инвестор» представлено в таблице 1.

Уменьшение транзакционных издержек эмитента и инвестора возможно при делегировании части их прав профессиональным субъектам рынка ценных бумаг, которые осуществляют специализированную деятельность, связанную с перераспределением денежных ресурсов в экономике.

Таблица 1 – Классификация трансакционных издержек *ex ante* и *ex post* на рынке ценных бумаг в отношениях типа «инвестор-инвестор»

| Вид издержек | Носитель издержек | |
|---|---|---|
| | Покупатель ценных бумаг | Продавец ценных бумаг |
| Издержки <i>ex ante</i> | | |
| издержки поиска информации | о стоимости ценных бумаг на рынке; о тенденции изменения цены на ценные бумаги в будущем; о стоимости альтернативных финансовых инструментов; о финансовом состоянии эмитента; | |
| | о наличии предложения ценных бумаг на продажу; о продавце ценных бумаг | о наличии спроса на ценные бумаги; о покупателе ценных бумаг |
| издержки ведения переговоров и заключения контракта | издержки на ведение переговоров о купле-продаже ценных бумаг издержки на подготовку и оформление договоров купли-продажи ценных бумаг | |
| издержки измерения | издержки по определению цены сделки | |
| Издержки <i>ex post</i> | | |
| издержки спецификации и защиты прав собственности | издержки по переоформлению права собственности на ценную бумагу | издержки по получению платы за проданные ценные бумаги |
| издержки оппортунистического поведения | издержки мониторинга оппортунизма (издержки по нахождению информации о случаях нарушения прав инвесторов эмитентом) | |

В диссертационной работе доказано, что достаточным условием формирования РЦБ-услуги как самостоятельного явления и понятия выступает ценная бумага, обладающая специфической экономико-институциональной характеристикой и являющаяся объектом РЦБ-услуги. Ценная бумага как особый финансовый инструмент делает оборотоспособными обязательства эмитента и права инвестора, при этом предполагает возможность замены первоначального инвестора (донора) на другого в результате последующих трансакций. РЦБ-услуга может быть оказана в отношении уже существующих ценных бумаг и в отношении потенциальных (еще не выпущенных) ценных бумаг. Проведенный анализ отечественной и зарубежной научной литературы, позволил систематизировать основные элементы характеристики ценных бумаг, имеющие принципиальное значение для исследования РЦБ-услуг: их признаки, свойства, форму выпуска и способ передачи прав (таблица 2).

В соответствии с современными тенденциями развития рынка ценных бумаг признаки классических (документарных) ценных бумаг не могут быть напрямую распространены на бездокументарные ценные бумаги. В основе модифицированных признаков бездокументарных ценных бумаг лежит понимание бездокументарной ценной бумаги как особым образом зафиксированной информации об обязанностях эмитента, правах инвестора, вытекающих из ценной бумаги, и правах инвестора на ценную бумагу.

Таблица 2 – Экономико-институциональная характеристика ценных бумаг

| | Форма выпуска ценной бумаги и способ передачи прав | |
|--|--|--|
| | документарная предъявительская | бездокументарная именная |
| Признаки ценной бумаги | фиксация экономических отношений по поводу обмена денежных средств инвестора на обязательства эмитента | |
| | документальность; удостоверение прав, вытекающих из ценной бумаги; абстрактность закрепленного в ценной бумаге обязательства; презентация, т.е. необходимость предъявления ценной бумаги эмитенту (обязанному лицу) для осуществления прав по ней | информация об обязательствах эмитента принимает документальную форму (документальность); удостоверение прав, вытекающих из ценной бумаги; абстрактность закрепленного в ценной бумаге обязательства; удостоверение права на ценную бумагу |
| Свойства ценной бумаги как товара особого рода | превращенность; признание со стороны государства и регулируемость; стандартность; <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">риск</div> | |
| Базовые потребительные свойства ценной бумаги | надежность; доходность; ликвидность | |

Особым свойством ценной бумаги является превращенность, которое заключается, во-первых, в том, что за внешними отношениями обмена активами скрыта перераспределительная сущность данного процесса; во-вторых, в отрыве формы существования ценной бумаги от ее материальной (денежной) основы. Одним из значимых свойств ценной бумаги является риск. В диссертации, под риском ценной бумаги понимается состояние неопределенности относительно реализации эмитентом и/или инвестором: во-первых, совокупности остальных свойств ценной бумаги, которые характеризуют ее как товар особого рода; во-вторых, базовых свойств, отражающих ее потребительные качества; в-третьих, прав, вытекающих из ценной бумаги, и прав на ценную бумагу. Эти свойства в совокупности со свойством признания статуса ценной бумаги и ее регулируемости государством обуславливают необходимость регулирования деятельности, способствующей их выпуску и обращению.

Выявленные элементы характеристики ценной бумаги детерминируют содержание, структуру, свойства и функции РЦБ-услуги.

2. Структура РЦБ-услуги включает уровни «РЦБ-услуга как потребность», «РЦБ-услуга как деятельность» и «РЦБ услуга как ценность», что позволяет ранжировать цели регулирования деятельности субъектов рынка ценных бумаг.

Предложено РЦБ-услугу рассматривать в триединстве понятий – «потребность», «деятельность» и «ценность».

РЦБ-услуга как потребность является результатом взаимодействия потребности услугополучателя (инвестора или эмитента) и услугодателя (профессионального субъекта рынка ценных бумаг) как субъекта предпринимательской деятельности, нацеленной на получение дохода, прибыли. Потребность эмитентов в РЦБ-услугах вытекает в основном из свойств ценной бумаги как товара особого рода, тогда как потребность в РЦБ-услугах у инвесторов обусловлена преимущественно базовыми потребительскими свойствами ценной бумаги.

Под *РЦБ-услугой как деятельностью* профессионального субъекта понимается целенаправленный процесс удовлетворения потребностей эмитента или инвестора в ходе трансакций активов. РЦБ-услуга как деятельность детерминируется следующими факторами (рисунок 4).

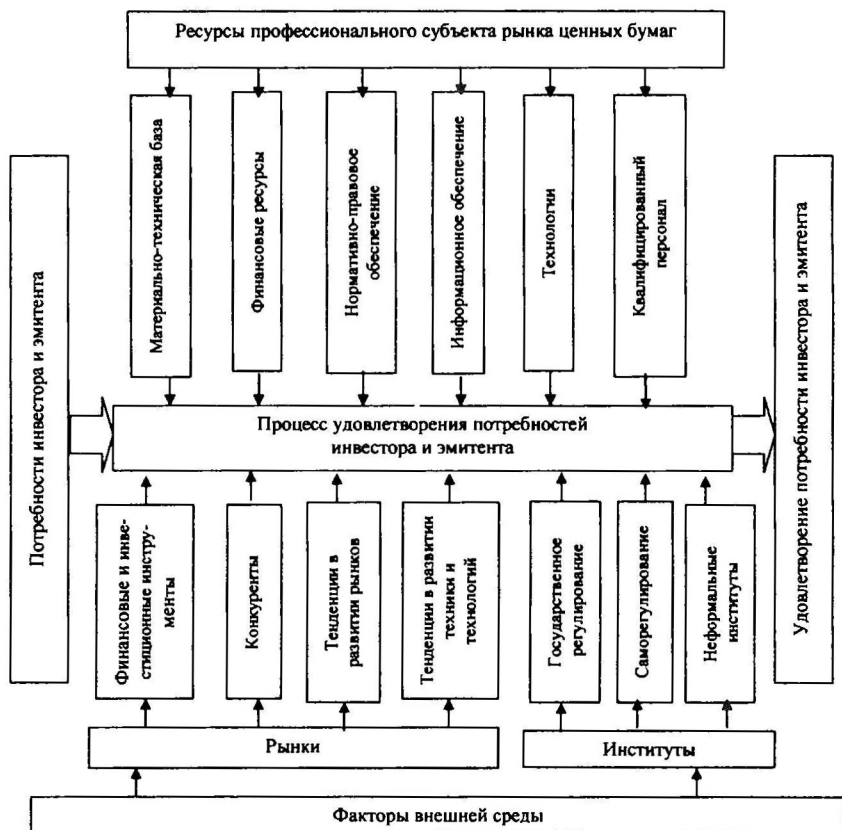


Рисунок 4 – РЦБ-услуга как деятельность профессионального субъекта рынка ценных бумаг

В диссертационной работе разграничены понятия РЦБ-услуги как деятельности и деятельности профессионального субъекта рынка ценных бумаг. Под деятельностью профессионального субъекта понимается совокупность процессов предложения и оказания РЦБ-услуг, а также других процессов с целью получения дохода (прибыли). Эта деятельность квалифицируется как предпринимательская.

На российском рынке ценных бумаг РЦБ-услуги оказывают профессиональные участники, осуществляющие один или несколько видов деятельности, а также участники, не имеющие статуса профессиональных. К профессиональной деятельности, подлежащей государственному регулированию, отнесены: брокерская деятельность, дилерская деятельность; деятельность по управлению ценными бумагами; депозитарная деятельность; деятельность по ведению реестров владельцев ценных бумаг; деятельность по организации торговли ценными бумагами; клиринговая деятельность.

Изменение количественного состава профессиональных участников рынка ценных бумаг в России представлено в таблице 2.

Таблица 2 – Количество действующих лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг в Российской Федерации¹

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
|---|------|------|------|------|------|-----------------|----------------|
| | | | | | | на 1 февраля | на 1 ноября |
| Брокерская деятельность | 565 | 1379 | 1433 | 1445 | 1475 | 1467 | 1347 |
| Дилерская деятельность | 908 | 1398 | 1394 | 1422 | 1470 | 1466 | 1347 |
| Деятельность по управлению ценными бумагами | 176 | 1022 | 1100 | 1069 | 1286 | 1286 | 1202 |
| Деятельность по организации торговли ценными бумагами | 12 | 11 | 11 | 12 | 9 | 9 | 9 |
| Клиринговая деятельность | 6 | 9 | 9 | 9 | 10 | 13 | 13 |
| Деятельность по ведению реестра | 109 | 82 | 73 | 66 | 59 | 59 | 55 |
| Депозитарная деятельность | 134 | 743 | 831 | 787 | 789 | 773 | 789 |

Стабильную группу непрофессиональных участников рынка ценных бумаг в Российской Федерации составляют управляющие компании инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами и обслуживающие их специализированные депозитарии. Их количественный состав представлен на рисунке 5.

¹ Сост. по данным ФСФР за период с 2004-2009 гг.: <http://www.fcsr.ru/>

² Сост. по данным ФСФР: <http://www.fcsr.ru/>; СРО «Национальная лига управляющих»:



Рисунок 5 – Изменение количественного состава управляющих компаний и специализированных депозитариев на рынке ценных бумаг Российской Федерации ²

РЦБ-услуга как ценность удовлетворяет потребности общества в целом, отвечающие его экономическим интересам и целям. В диссертации аргументированы формы проявления РЦБ-услуги как ценности для экономики: четкая спецификация прав собственности на ценные бумаги вне зависимости от их формы выпуска; преодоление асимметричности информации, связанной с размещением и обращением ценных бумаг; перераспределение рисков, связанных с ценными бумагами.

Таким образом, структура РЦБ-услуги представлена на рисунке 6.

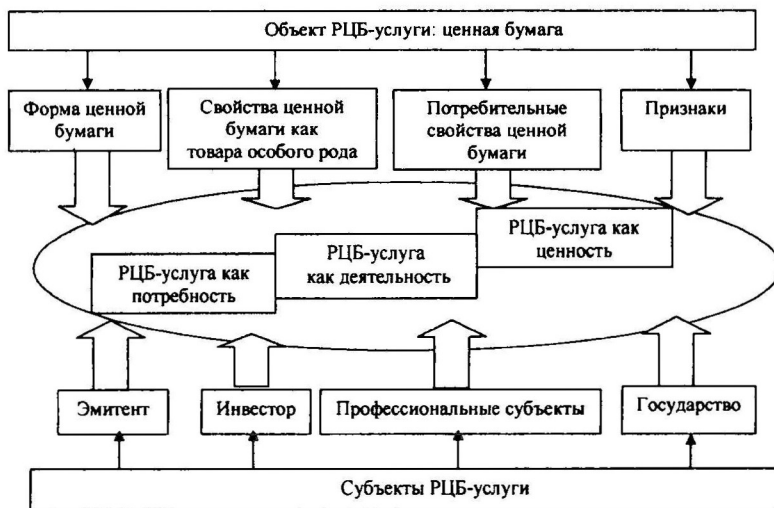


Рисунок 6 – Структура РЦБ-услуги

² Сост. по данным ФСФР: <http://www.fcsr.ru/>; СРО «Национальная лига управляющих»: <http://www.nlu.ru/>

РЦБ-услуга обладает как свойствами классической услуги, так и особенностями, которые обусловлены объектом услуги – ценными бумагами. Особенности РЦБ-услуги являются: профессиональный характер ее предоставления; качество услуги связано с рисками, специфические риски всегда несет услугополучатель; договорная, возмездная основа предоставления услуг; необходимость особого учета денежных средств и финансовых инструментов при оказании услуг; возможность возникновения конфликта интересов услугополучателя и услугодателя; законодательно установленные обязательные формы и сроки отчетности перед клиентом; обязательность раскрытия информации перед клиентом до момента предоставления услуги и в ходе ее оказания; запрет на гарантии по поводу возможных доходов и изменений стоимости финансовых инструментов в будущем.

На основе выше изложенного сделан вывод о функциях РЦБ-услуги. К ним отнесены функция обслуживания сферы производства и сферы распределения (перераспределения); функция снижения транзакционных издержек в обмене активами при помощи ценных бумаг; функция спецификации прав собственности на ценные бумаги и денежные средства, вовлеченные в обмен на рынке ценных бумаг; функция перераспределения рисков, связанных с ценными бумагами.

3. Предложен идентификационно-структурный подход к исследованию РЦБ-услуг и их регулированию.

Современные методологические подходы к исследованию услуг на рынке ценных бумаг обобщены в таблице 3.

Таблица 3 – Современные методологические подходы к исследованию услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг

| Подход 1 | Содержание подхода 2 | Представители 3 |
|--------------------|---|--|
| Исторический | Рассматриваются услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в генезисе институтов рынка ценных бумаг | А.Е. Абрамов, М. Вебер, Е.Ф. Жуков, К.В. Криничанский, А.С. Селищев, Б.М. Ческидов, Б.Н. Шилов и др. |
| Макроэкономический | Услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг рассматриваются в контексте исследования сферы перераспределения денежных ресурсов в экономике | Д.У. Блэкуэлл, В.В. Булатов, Д.С. Кидуэлл, Р. Колб, Ф. Лис, Л. Мауэр, Ф. Мишкин, Я.М. Миркин, Дж. Родригес, Р.Д. Петерсон, М. Фридман, М. Энг, и др. |
| Интермедиаторский | Рассматриваются услуги финансовых посредников как основных субъектов перераспределения денежных средств в финансовой системе. | Г. Александер, З. Боди, Дж. Бэйли, Л. Гитман, М. Джонк, В. Дорси, А.В. Канаев, А. Кейн, П. Колдуэл, Д. Кроссуэйт, Р. Мертон, Ф. Молино, Д. Мод, Дж. Р. Перелла, Дж. Перл, Дж. Розенбаум, Дж. Синки, Ф. Фабочки и др. |
| Системный | Услуги профессиональных субъектов рассматриваются в единстве экономического содержания и правового регулирования | Н.Г. Семилютина |

Продолжение таблицы 3

| 1 | 2 | 3 |
|---------------------|--|---|
| Нормативно-правовой | Рассматриваются правовые нормы регулирования услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг в соответствии с действующим законодательством | М. Агарков, В.А. Белов, Е.В. Зенькович, М.И. Петров и др. |
| Функциональный | Рассматриваются услуги отдельных видов профессиональных участников рынка ценных бумаг исходя из их функций | А.И. Басов, Т.А. Батяева, В.А. Боровкова, Э. Бредли, М. Вебер, В.А. Галанов, М.И. Глухова, Г. Дефоссе, В.Н. Едрнова, А.Г. Ивасенко, А. В.И. Колесников, Н.В. Мещерова, Н.Л. Маренков, Т.Н. Новожилова, А.В. Приходько, М.В. Снежинская, И.И. Столяров, Л.С. Тарасевич, В.С. Торкановский, Р. Тьюлз, Т. Тьюлз, Л.А. Чалдаева, К.С. Царихин и др. |
| Институциональный | Рассматриваются услуги инвестиционных институтов и деятельность институциональных инвесторов | А.Н. Асаул, Ю.А. Данилов, Е.Ф. Жуков, Я.М. Миркин и др. |
| Технологический | Рассматривается технология оказания отдельных видов услуг профессиональными участниками рынка ценных бумаг | А. Козлов, Ю. Локотцов, О. Мартынова, Е.В. Семенова, Ю. Юфряков и др. |
| Инструментальный | Рассматриваются услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг в разрезе отдельных финансовых инструментов | Э. Бойд, В.Харпер, У. Шарп, и др. |
| Интеграционный | Рассматриваются интеграционные процессы включения профессиональных участников рынка ценных бумаг в международный финансовый рынок и оказание ими услуг на международном рынке ценных бумаг | А.И. Драгобыцкий |
| Инфраструктурный | Услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг рассматриваются как услуги инфраструктуры рынка ценных бумаг (учетной, торговой, расчетной) | А.Е. Абрамов, К.Р. Адамова, Б.И. Алехин, Е.В. Архипова, А.А. Килячков, П.М. Ланской, И. Лысихин, Ф. Майзенберг, В.С. Петров, А.М. Сарчев, Д. Соловьев, Г.С. Фейгин, С.Г. Хоружий, Л.А. Чалдаева, Б.В. Черкасский и др. |
| Маркетинговый | Рассматриваются финансовые услуги, в том числе услуги на рынке ценных бумаг, с точки зрения поведения услугополучателя, процесса предоставления услуги, ценообразования, продвижения услуг | Ф. Котлер, К. Лавлок, Дж. Нагдман, И.А. Ревинский, Л.С. Романова и др. |
| Регулятивный | Услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг рассматриваются в контексте вопросов регулирования рынка ценных бумаг | А. Захаров, Р. Бернард, П. Беренбойм, Б. Борн, К.И. Карабанова, Е. Колдашова, П.М. Лансков, Н. Миллер, В.Д. Миловидов, Я.М. Миркин, В.С. Плескачевский, Т.О. Редреева, А. Рот, Б.Б. Рубцов, Ю.С. Сизов, О.В. Саввина, И.Г. Шакуров и др. |
| Конкурентный | Конкуренция рассматривается как фактор развития услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг | Д.Н. Владиславлев |

Для целей исследования и регулирования РЦБ-услуг предлагается новый идентификационно-структурный подход, основанный на формализации содержания услуги и выделении ее трех структурных уровней, обусловленных типами взаимосвязей субъектов: во-первых, контрактного типа, во-вторых, конкурентно-кооперативного типа, в-третьих, субординированного типа (рисунок 7). Разработка идентификационно-структурного подхода является результатом обобщения уже существующих подходов в целях поиска методологии регулирования деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг.



Рисунок 7 – Типы взаимосвязей субъектов РЦБ-услуги

Назначение идентификационно-структурного подхода заключается в формализации структурных элементов РЦБ-услуги на основе разграниченных признаков, свойств ценной бумаги как товара особого рода, базовых потребительных свойств ценной бумаги и формы ее существования (рисунок 8). Особенности идентификационно-структурного подхода проявляются в том, что он позволяет:

- 1) интегрировать предмет, объект и субъект РЦБ-услуги;
- 2) синтезировать экономические и институциональные факторы в исследовании РЦБ-услуги;
- 3) определить значимые в целях защиты интересов участников рынка ценных бумаг сферы регулирования услуг на рынке ценных бумаг;
- 4) обосновать компетенции субъектов РЦБ-услуг, распределить и закрепить методы регулирования деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг согласно структурным уровням;
- 5) конструировать и предлагать новые продукты на рынке РЦБ-услуг;
- 6) использовать данный подход для регулирования любого вида финансового рынка.

В использовании идентификационно-структурного подхода существуют ограничения: он может применяться преимущественно для целей регулирования деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг; не позволяет определить количественные параметры показателей механизма регулирования.

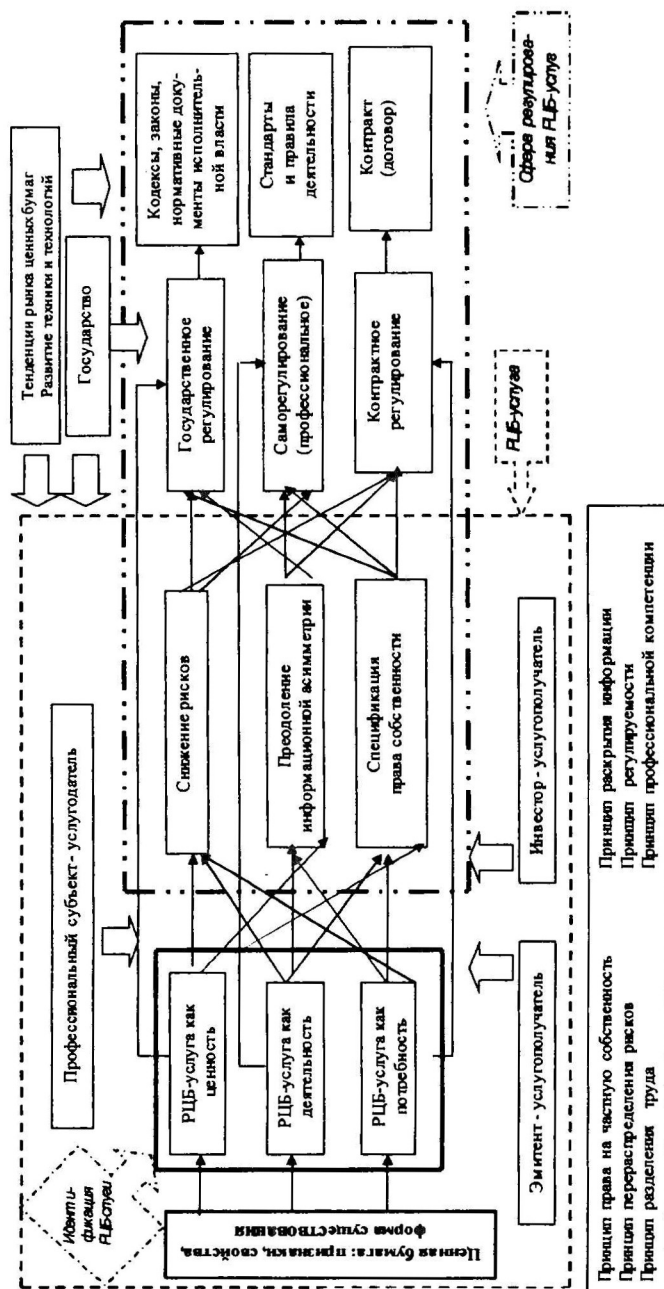


Рисунок 8 – Идентификационно-структурный подход к регулированию РЦФ-услуг

4. Авторская методика идентификации и регулирования РЦБ-услуг на основе их типологии.

Использование метода классификаций позволило разработать типологию и классификации исходя из триединства РЦБ-услуги. В диссертационном исследовании доказано, что в основе РЦБ-услуги лежит транзакция активов, имеющая финансово-инвестиционную природу. Поэтому в зависимости от потребностей эмитента и инвестора, воплощенных в форме ценных бумаг, РЦБ-услуги подразделяются на два типа - финансовые РЦБ-услуги и инвестиционные РЦБ-услуги.

Беря за основу экономико-институциональную характеристику ценной бумаги, автор классифицирует РЦБ-услугу как потребность по следующим признакам (таблица 4).

Таблица 4 – Классификации РЦБ-услуг, вытекающие из характеристики ценной бумаги

| Классификационный признак | Типы и виды РЦБ-услуг | |
|--|--|--|
| Потребность в отношениях, оформленных ценной бумагой | Финансовые РЦБ-услуги Инвестиционные РЦБ-услуги Смешанные РЦБ-услуги | |
| Форма выпуска ценной бумаги и способ передачи прав | РЦБ-услуги по документарным предъявительским ценным бумагам РЦБ-услуги по бездокументарным именным ценным бумагам РЦБ-услуги по документарным именным ценным бумагам | Имманентные услуги Трансцендентные услуги |
| Признаки ценной бумаги | РЦБ-услуги по удостоверению (подтверждению) права собственности на ценную бумагу РЦБ-услуги по удостоверению прав, вытекающих из ценной бумаги | |
| Свойства ценной бумаги как товара особого рода | Регулируемые РЦБ-услуги Нерегулируемые РЦБ-услуги | Услуги, обеспечивающие реализацию прав, вытекающих из ценной бумаги |
| Базовые потребительные свойства ценной бумаги | РЦБ-услуги, обеспечивающие доходность ценной бумаги РЦБ-услуги, обеспечивающие ликвидность ценной бумаги РЦБ-услуги, обеспечивающие надежность ценной бумаги | Услуги по снижению рисков, связанных с ценными бумагами Услуги, связанные с получением доходов от ценных бумаг Услуги, обеспечивающие ликвидность ценных бумаг |

Предлагаемая классификация РЦБ-услуг позволяет определить типы услуг: услуги, имманентные ценной бумаге, и трансцендентные услуги. Имма-

нентные РЦБ-услуги, трактуются как услуги профессиональных субъектов, без которых ценная бумага не может существовать.

Типология и классификация, представленная в таблице 4, дают возможность идентифицировать РЦБ-услугу как таковую, отличить ее от кредитных, депозитных, страховых и других услуг. Предложенная типология имеет принципиальное значение для понимания изменения роли РЦБ-услуг в отношении бездокументарной формы ценной бумаги: бездокументарная ценная бумага не существует вне учетных и регистрационных услуг, т.е. услуг учетной системы рынка ценных бумаг. Владелец бездокументарной ценной бумаги самостоятельно не может реализовать ни право собственности на ценную бумагу, ни права, вытекающие из ценной бумаги. Поэтому РЦБ-услуги, имманентные ценным бумагам, должны в безусловном порядке регулироваться государством.

Классификация РЦБ-услуги как деятельности позволяет вычленить отдельные виды деятельности на рынке ценных бумаг, которым присущи различия в ресурсах и процессах, во влиянии рыночных факторов, в уровнях и степени регулирования. В качестве основного классификационного признака РЦБ-услуг как деятельности используются детализированные пошаговые этапы транзакций при реализации финансовых и инвестиционных потребностей эмитента и инвестора. Таким образом, предлагается выделять и регулировать такие виды РЦБ-услуг как консультационные услуги, андеррайтинговые услуги, посреднические услуги по купле-продаже ценных бумаг, доверительные услуги, регистрационные услуги, учетные услуги, клиринговые услуги, услуги по организации торговли ценными бумагами (в том числе интернет-торговли), услуги по конструированию ценных бумаг, информационные услуги. На рисунке 9 представлены основные классификационные признаки, вытекающие из РЦБ-услуги как деятельности.

Исходя из РЦБ-услуги как ценности, удовлетворяющей не только потребности инвестора и эмитента, но и потребности общества в целом, автором используется классификационный признак «социально-экономический результат». Это позволило подразделить РЦБ-услуги на услуги, снижающие риски на рынке ценных бумаг и услуги, уменьшающие асимметричность информации, связанную с ценными бумагами в целях защиты интересов участников рынка ценных бумаг. Каждый из представленных признаков классификации, вытекающей из триединства РЦБ-услуги, в дальнейшем детализируется.

Совмещение классификаций с точки зрения РЦБ-услуги как потребности и РЦБ-услуги как деятельности позволяет достаточно четко определить содержание деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг как услугодателей как в целях регулирования отдельных видов деятельности, так и в управленческих целях самого профессионального субъекта. В этих целях построены первичная и вторичная матрицы идентификации РЦБ-услуг по видам деятельности.

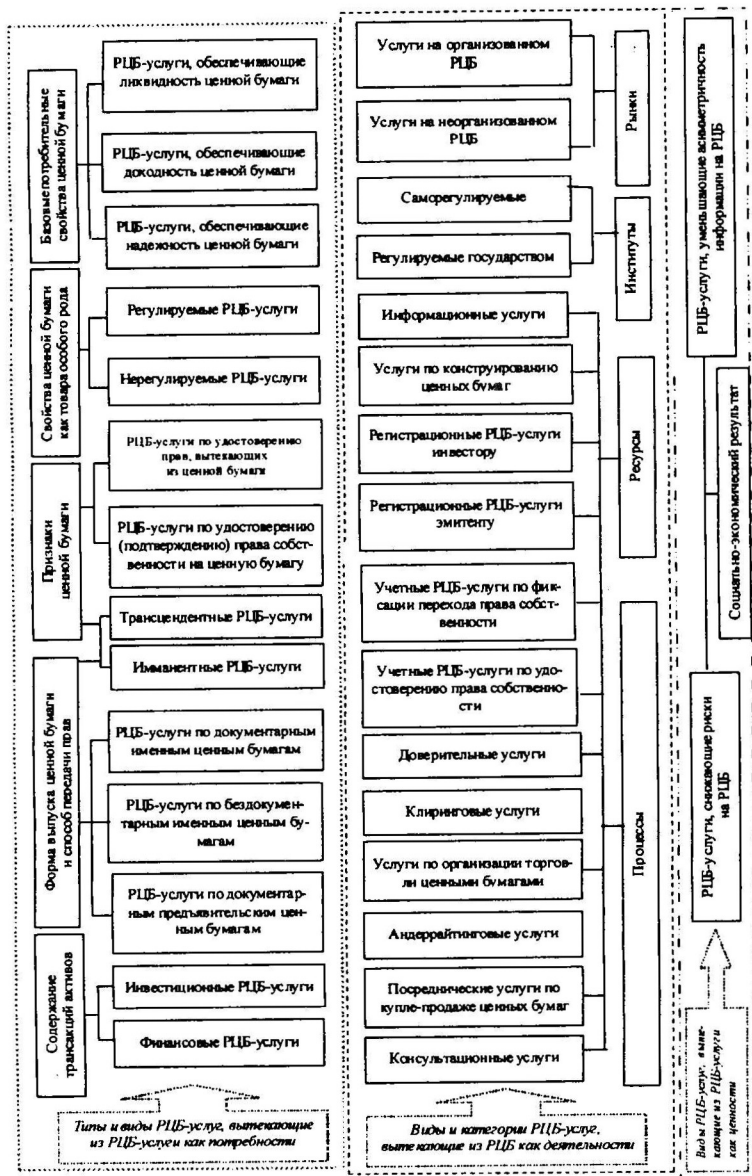


Рисунок 9 – Классификация РЦБ-услуг

Первичная матрица представлена в таблице 5. Первичная матрица позволяет определить, во-первых, относятся ли исследуемые услуги к РЦБ-услугам или нет, и, во-вторых, являются ли рассматриваемые РЦБ-услуги имманентными, на основании чего делается вывод о безусловном государственном регулировании таких услуг. Вторичная матрица детализирует РЦБ-услуги по дополнительным признакам, расширяя и углубляя понимание их содержания и содержания деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг (таблица 6).

Таблица 6 – Дополнительные классификации РЦБ-услуг по видам деятельности, используемые при составлении вторичной матрицы

| Классификационные признаки | Виды РЦБ-услуг |
|--|---|
| Тип услугодателя | Профессиональный участник РЦБ (не банк) Банк Непрофессиональный участник РЦБ |
| Характер потребления | Коллективные РЦБ-услуги Индивидуальные РЦБ-услуги |
| Место предоставления услуги | Офисные РЦБ-услуги Интернет-РЦБ-услуги |
| Квалификация персонала | Высококвалифицированные РЦБ-услуги Неквалифицированные РЦБ-услуги |
| Конкуренция | Монополизированные РЦБ-услуги Конкурентные РЦБ-услуги |
| Степень специализации | Специализированные РЦБ-услуги Универсальные РЦБ-услуги |
| Степень стандартизации | Стандартные РЦБ-услуги Нестандартные РЦБ-услуги |
| Степень легитимности | Легальные РЦБ-услуги Нелегальные РЦБ-услуги |
| Платность | Платные в силу договора Бесплатные в силу закона |
| Правовое оформление предоставления услуг | РЦБ-услуги, предоставление которых оформлено договором РЦБ-услуги, предоставление которых вытекает из закона |

Разработанные типология и классификации позволяют использовать их в качестве инструмента для построения моделей и разработки механизма регулирования РЦБ-услуг.

Таблица 5 — Первичная матрица идентификации РЦБ-услуг по видам деятельности

| Классификационные признаки, вытекающие из РЦБ-услуг как потребности | | | | | | | | | | | |
|--|--|---------------------------|--|--|--|---|--|---------------------|---|---|---|
| Классификационные признаки, вытекающие из РЦБ-услуг как деятельности | Содержание отношений, оформляемых ценной бумагой | | Форма выпуска ценной бумаги и способ передачи права | | Признаки ценной бумаги | | Свойства ценной бумаги как товара особого рода | | Базовые потребительские свойства ценной бумаги | | |
| | Финальное РЦБ-услуги | Инвестиционные РЦБ-услуги | РЦБ-услуги по документам, представляющим ценные бумаги | РЦБ-услуги по документам, представляющим ценные бумаги | РЦБ-услуги по удостоверению (подтверждению) права собственности на ценную бумагу | РЦБ-услуги по удостоверению права, вытекающего из ценной бумаги | Результаты РЦБ-услуг | Нарушения РЦБ-услуг | РЦБ-услуги, обеспечивающие надежность ценной бумаги и | РЦБ-услуги, обеспечивающие надежность ценной бумаги | РЦБ-услуги, обеспечивающие надежность ценной бумаги |
| Процессы | Консультационные | + | + | + | | | | | + | + | + |
| | Услуги по консультированию ценных бумаг | + | | + | + | | | | + | + | + |
| | Анализ ценных бумаг | + | | + | + | | | | + | | + |
| | Посреднические при купле-продаже ценных бумаг | | + | + | + | | + | | | + | |
| | Доверительные | | + | | + | | + | | | + | |
| | Учетные услуги по удостоверению права собственности на ценные бумаги | + | + | | + | + | | + | | + | + |
| | Учетные услуги по фиксации перехода права собственности на ценные бумаги | + | + | | + | + | | + | | + | + |
| | Регистрационные услуги | + | + | | + | | | + | | + | + |
| | Услуги по раскрытию информации | + | + | | + | | | + | | + | + |
| | | | | | | | | | | | |

5. Обоснована роль РЦБ-услуг учетной системы рынка ценных бумаг как услуг, имманентных бездокументарным ценным бумагам. Выделены регистрационные и учетные услуги и разработаны модели оказания РЦБ-услуг элементами учетной системы.

Преобладающая бездокументарная форма выпуска ценных бумаг в Российской Федерации, тенденции в мировой практике (дематериализация, обездвиживание выпусков ценных бумаг) приводят к изменению роли РЦБ-услуг учетной системы. Под учетной системой рынка ценных бумаг понимается совокупность депозитариев и регистраторов (головных депозитариев), оказывающих услуги по подтверждению права собственности и услуги, способствующих реализации прав, вытекающих из ценной бумаги. РЦБ-услуги учетной системы квалифицируются как услуги, имманентные ценной бумаге. В диссертационной работе доказано, что без РЦБ-услуг учетной системы бездокументарные ценные бумаги существовать не могут. По значимости РЦБ-услуги учетной системы становятся первичными по отношению к другим РЦБ-услугам. Это вытекает из того факта, что ни размещение, ни купля-продажа на вторичном рынке ценных бумаг невозможны без определения первоначального собственника ценной бумаги. Бездокументарные ценные бумаги не имеют материальной формы существования, поэтому учет прав собственности на ценные бумаги берут на себя регистраторы и депозитарии. Услуги учетной системы подразделены на регистрационные (по подтверждению прав, вытекающих из ценной бумаги) и учетные (по подтверждению права собственности на ценную бумагу).

С точки зрения спецификации прав собственности на ценные бумаги, вовлеченные в обмен на рынке ценных бумаг, автором разработаны две базовые модели оказания РЦБ-услуг элементами учетной системы.

Базовую модель № 1 характеризует наличие одного уровня профессиональных субъектов, за которыми законодательно закреплены регистрационные и учетные РЦБ-услуги (рисунок 10).

Базовая модель № 1 обладает следующими характеристиками:

- отражает взаимосвязь «выпуск ценных бумаг эмитентом – дематериализованное хранение и учет ценных бумаг и их владельцев профессиональным субъектом – дематериализованное обращение ценных бумаг»;
- достаточно проста с точки зрения функционирования;
- предполагает два уровня взаимосвязей (эмитент – профессиональный субъект, профессиональный субъект – владелец ценной бумаги);
- профессиональный субъект, предоставляет регистрационные и учетные РЦБ-услуги одновременно. Ведя учет владельцев ценных бумаг с фиксацией их в списке (реестре) владельцев ценных бумаг на дату выполнения обязательств эмитентом перед инвесторами, он учитывает и фиксирует как право собственности на ценную бумагу, так и права, вытекающие из ценной бумаги, в отношении ее каждого конкретного собственника;

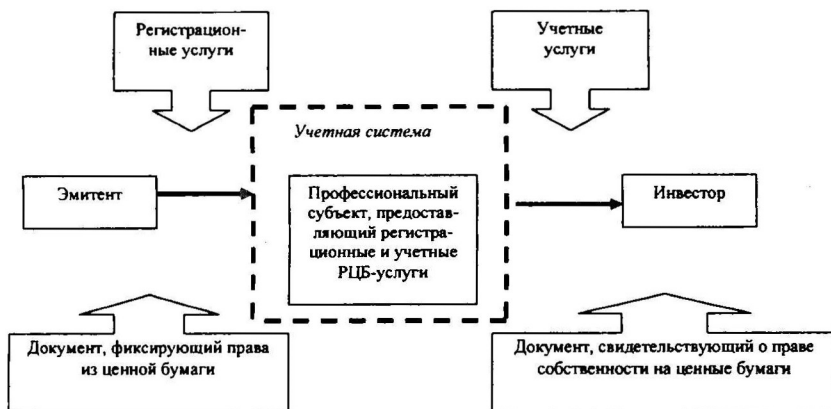


Рисунок 10 – Базовая модель № 1 организации учетной системы рынка ценных бумаг

- эмитент выступает активным элементом, поскольку он, являясь инициатором выпуска ценных бумаг, выбирает конкретного профессионального субъекта учетной системы, с которым заключает договор на оказание РЦБ-услуг;
- профессиональный субъект занимает монопольное положение по отношению к инвесторам. Инвестор играет пассивную роль, поскольку он «привязан» к выбранному эмитентом профессиональному субъекту (регистратору, главному депозитарию);
- результат деятельности профессионального субъекта – предоставление РЦБ-услуг эмитенту и владельцам ценных бумаг;
- существует реальная возможность унификации и стандартизации технологии и документооборота.

Недостатками модели является ее ограниченность в использовании: она может применяться на неорганизованном рынке ценных бумаг и адекватна именным бездокументарным ценным бумагам.

Базовая модель № 2 включает два уровня профессиональных субъектов, между которыми законодательно распределены и закреплены РЦБ-услуги и функции (рисунок 11).

Первый уровень образуют профессиональные субъекты, оказывающие регистрационные услуги. Именно с этого уровня по инициативе эмитента начинается формирование системы учета ценных бумаг конкретного выпуска и их владельцев. Второй уровень представлен профессиональным субъектом, предоставляющим учетные услуги. Он не является собственником ценной бумаги, но наделяется правом фактического владения ценной бумагой без права распоряжения ею, т.е. правом номинального держания.



Рисунок 11 – Базовая модель № 2 организации учетной системы рынка ценных бумаг

Базовая модель № 2 обладает следующими характеристиками:

- отражает взаимосвязь «выпуск документарных ценных бумаг – материализованное/ дематериализованное хранение – дематериализованный учет ценных бумаг – дематериализованное обращение ценных бумаг»;
- предполагает три уровня взаимосвязей (эмитент – профессиональный субъект, профессиональный субъект – профессиональный субъект, профессиональный субъект – инвестор);
- профессиональный субъект первого уровня предоставляет регистрационные РЦБ-услуги, профессиональный субъект второго уровня – учетные РЦБ-услуги, т.е. происходит разделение труда между элементами учетной системы;
- профессиональный субъект, оказывающий регистрационные РЦБ-услуги занимает монопольное положение по отношению к профессиональным субъектам учетного компонента;
- инвестор самостоятельно определяет, какой конкретно профессиональный субъект будет предоставлять ему учетные РЦБ-услуги, т.е. учитывать его права на ценные бумаги, исходя из удобства и стоимости обслуживания;
- результатом деятельности профессиональных субъектов разных уровней является предоставление РЦБ-услуг в соответствии с иерархией взаимосвязей.

Недостатком модели является то, что при ее функционировании возникают проблемы в согласованности действий профессиональных субъектов разных уровней в отношении унификации и стандартизации технологии и документооборота. Обычно эти проблемы решаются путем создания саморегулируемых организаций (СРО), объединяющих все элементы учетной системы, или создания центральных депозитариев. Достоинства модели заключаются, во-первых, в том, что она применима к любым видам и формам ценных бумаг, и, во-вторых, может использоваться как на неорганизованном, так и на организованном рынке ценных бумаг.

Автор пришел к выводу о том, что на российском рынке ценных бумаг следует развивать базовую модель № 2. Это создаст условия, во-первых, для унификации учета ценных бумаг на всех сегментах рынка ценных бумаг и преодоления фрагментарности рынка; во-вторых, для преодоления монополизма регистраторов; в-третьих, для снижения рисков, связанных с подтверждением права собственности и перехода права собственности на ценные бумаги.

6. Предложена динамическая трехуровневая модель регулирования РЦБ-услуг, направленная на определение необходимости и границ государственного регулирования, саморегулирования и контрактного регулирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг.

В диссертационной работе под регулированием РЦБ-услуг понимается институт упорядочивания деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в соответствии с установленными целями. Необходимость регулирования услуг профессиональных субъектов рынка ценных бумаг обусловлена несколькими факторами.

Во-первых, она вытекает из признака превращенности ценной бумаги, как финансового инструмента, содержание и форма которого отрывается от своей первоначальной ресурсной основы.

Во-вторых, в сфере перераспределительных денежных отношений происходит не только концентрация денежных ресурсов доноров для финансирования реципиентов, но и распространены спекулятивные транзакции.

В-третьих, значимость сферы финансовых услуг для экономики возрастает. Нарушения в процессе предоставления РЦБ-услуг могут привести к значительным материальным потерям услугополучателей и экономики в целом, социальным конфликтам. Для современного отечественного рынка ценных бумаг характерен перекос в спекулятивную сторону. Это доказывается соотношением объемов привлеченных средств на первичном рынке и объемов оборота вторичного рынка ценных бумаг, фактами агрессивной рекламы и предоставлении бесплатных услуг населению относительно обучения спекулятивным стратегиям работы на рынке ценных бумаг. Поскольку в настоящее время консультационные и информационные услуги не лицензируются на рынке ценных бумаг в Российской Федерации, наблюдается бесконтрольное предложение РЦБ-услуг подобного рода от лиц, не имеющих соответствующей квалификации. Такие РЦБ-услуги деформируют представление населения о функциях рынка ценных бумаг, способствуют формированию негативного отношения к этому виду рынка, тогда, когда денежные средства населения являются перспективным источником ресурсом для акционерных обществ.

В-четвертых, с выходом России на международный финансовый рынок возникает потребность в гармонизации отечественных норм регулирования с нормами стран-партнеров.

Применение идентификационно-структурного подхода позволило разработать модели регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных участников на рынке ценных бумаг (рисунок 12).

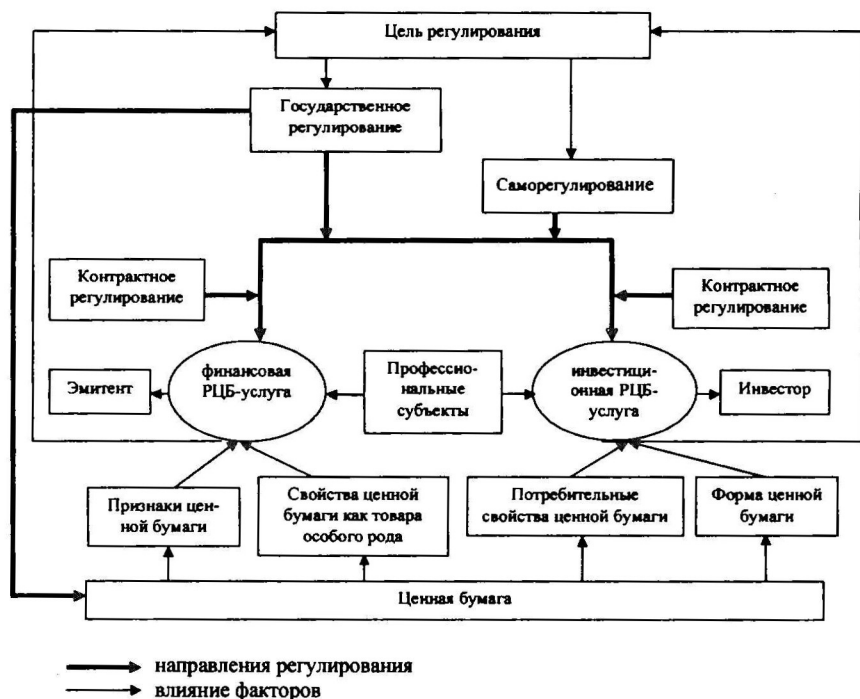


Рисунок 12 – Модель регулирования РЦБ-услуг в Российской Федерации

На рисунке 12 показаны логические взаимосвязи между значимыми элементами и выделены направления регулирования. Предметом регулирования является РЦБ-услуга. Модель предусматривает государственное регулирование и саморегулирование, которые дополняются контрактным регулированием. В модели учтено, что государство регулирует ценные бумаги. Изменения в характеристике ценной бумаги детерминируют изменения в содержании РЦБ-услуги, что требует корректировки в регулировании РЦБ-услуг. Модель позволяет распространить регулирование на все виды предпринимательской деятельности, в рамках которых предоставляются РЦБ-услуги, вытекающие их характеристик ценной бумаги, т. е. позволяет распространить сферу регулирования на теневой, нелегитимный сектор рынка ценных бумаг вне зависимости от названия субъекта, оказывающего РЦБ-услуги, и вида его деятельности. Модель регулирования РЦБ-услуг логически разворачивается в трехуровневую модель регулирования предпринимательской деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг, в которой учтены структурные уровни РЦБ-услуги (рисунок 13).

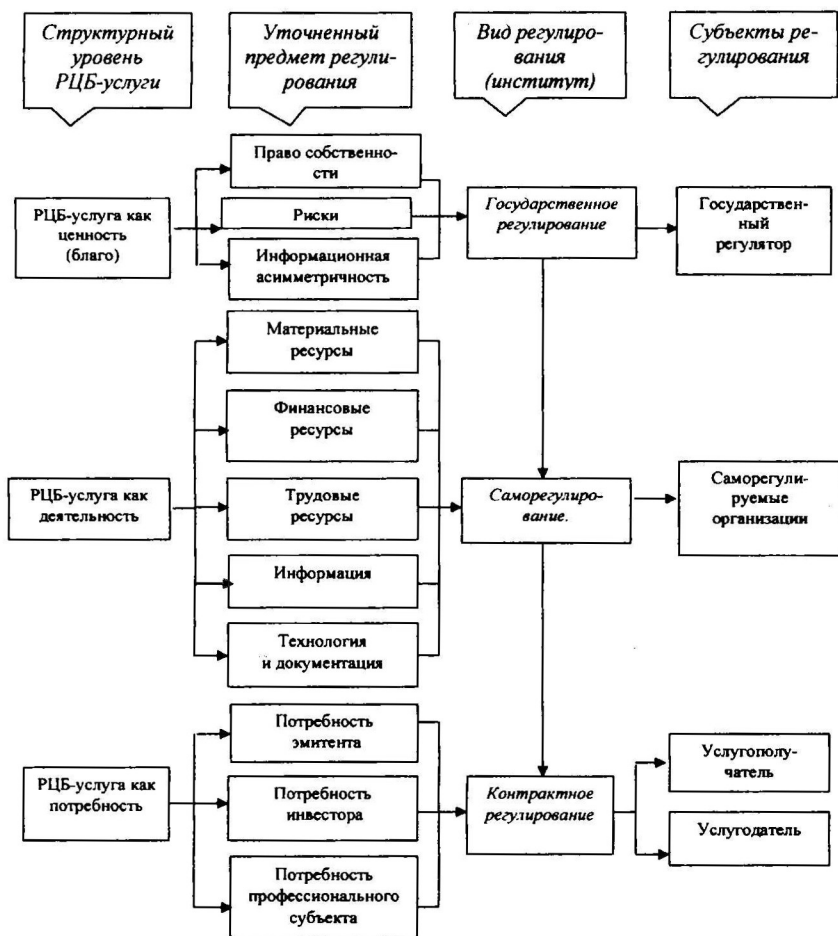


Рисунок 13 – Модель регулирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг на основе идентификационно-структурного подхода

Это позволило автору проранжировать элементы модели по структурным уровням, и сделать следующие выводы и предложения:

1. Государственному регулированию подлежит РЦБ-услуга как ценность. Это означает, что на уровне государственного регулятора концентрируются функции полного регулирования деятельности профессиональных субъектов, оказывающих РЦБ-услуги, имманентные ценным бумагам. В отношении деятельности по предоставлению трансцендентных услуг за государственным ре-

гулятором закрепляются функции по нормативному регулированию информационных РЦБ-услуг, надзор за исполнением законов. Обладая законодательной инициативой, государственный регулятор инициирует внесение изменений в действующее законодательство относительно РЦБ-услуг и деятельности профессиональных участников.

2. Вторым уровнем регулирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг является саморегулирование со стороны профессионального сообщества. Саморегулируемые организации (СРО) в стандартах деятельности должны определять требования к финансовым показателям профессионального субъекта, квалификации персонала, технологии обслуживания, его материальной базе. Со стороны профессиональных субъектов существует конкуренция за клиента, но при этом качество услуги зависит от многих субъективных факторов. Унифицировать РЦБ-услугу очень сложно, но возможна унификация и стандартизация технологии и документооборота, форм документов в целях закрепления добросовестной практики ведения хозяйственной деятельности. Через саморегулируемые организации осуществляется контроль качества услуг на рынке ценных бумаг. Государство делегирует саморегулируемым организациям функцию лицензирования деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг, функцию аттестации специалистов, функцию контроля методами проверок и мониторинга. При этом для профессиональных субъектов членство с саморегулируемой организации становится обязательным.

3. На нижнем уровне, где непосредственно взаимодействуют эмитенты и/или инвесторы с профессиональными субъектами, регулирование РЦБ-услуги как потребности происходит посредством заключенного контракта, в котором должны быть четко зафиксированы содержательные элементы, вытекающие из свойств ценной бумаги. При этом действует правило: если государство допускает «пробелы» в законодательстве, они компенсируются контрактами.

Использование предлагаемой модели позволит нивелировать нелегитимную деятельность по предоставлению услуг на рынке ценных бумаг.

7. Предложен механизм регулирования РЦБ-услуг и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг, включающий регулирующий, регулируемый, целевой, ресурсный, инструментальный и организационный компоненты.

Регулирование услуг на рынке ценных бумаг предполагает наличие адекватного механизма как последовательности действий регулирующего компонента на регулируемый компонент в процессе достижения поставленных целей.

Автором разработан механизм на основе предложенных моделей регулирования РЦБ-услуги и деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг (рисунок 14).

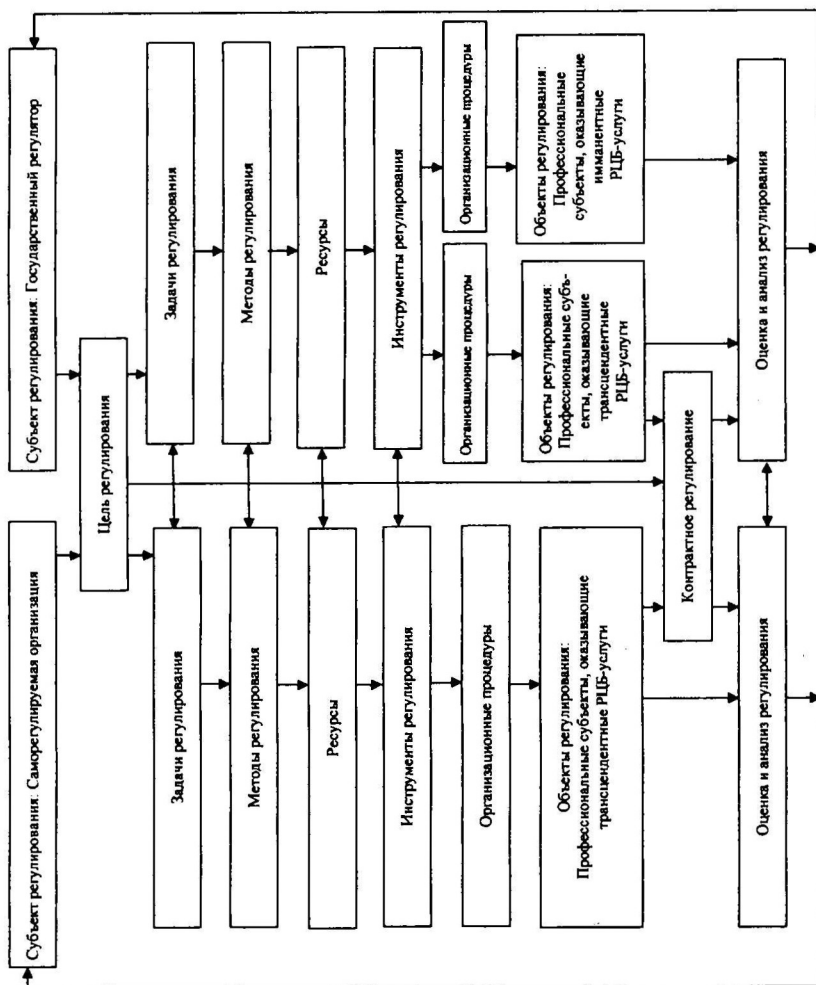


Рисунок 14 – Содержание и структура механизма регулирования РЦБ-услуг

Предлагаемый механизм регулирования деятельности профессиональных субъектов включает следующие компоненты:

– регулирующий компонент: представлен государственным регулятором и саморегулируемым организациями;

– регулируемый компонент: предметом является РЦБ-услуга, объектами регулирования – профессиональные субъекты, предлагающие и оказывающие РЦБ-услуги. При этом непосредственно объектом регулирования со стороны государственного регулятора выступают профессиональные субъекты, оказывающие имманентные РЦБ-услуги (услуги учетной системы) и информационные РЦБ-услуги. Функции регулирования профессиональных субъектов, оказывающих трансцендентные услуги, распределяются между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями. За государственным регулятором закрепляется нормотворческая функция в отношении основных требований (раскрытия информации, использования инсайдерской информации, недопущения и выявления фактов манипулирования), саморегулируемые организации наделяются нормотворческой функцией в части установления стандартов деятельности, функциями лицензирования и аттестации специалистов. Контрольная функция распределяется таким образом: государственный регулятор осуществляет контроль за соблюдением законодательства, а саморегулируемые организации – за соблюдением лицензионных требований и условий, а также стандартов деятельности;

– целевой компонент – определяет цели и задачи регулирования. Цель регулирования деятельности профессиональных субъектов на рынке ценных бумаг едина – создание условий для эффективного выполнения рынком ценных бумаг функции формирования необходимых денежных ресурсов реципиентов при помощи трансакций активов при помощи ценных бумаг. При этом каждый регулятор решает во взаимной связи свои задачи. К задачам государственного регулятора отнесены:

- защита прав собственности на активы, участвующие в обмене на рынке ценных бумаг;
- создание условий для преодоления асимметричности информации на рынке ценных бумаг;
- создание условий для снижения рисков, связанных с ценными бумагами;
- создание и поддержание условий конкуренции на рынке ценных бумаг.

К задачам саморегулируемых организаций отнесены:

- определение лицензионных требований и условий для профессиональных субъектов, предлагающих и оказывающих РЦБ-услуги;
- обеспечение качества РЦБ-услуг;
- страхование рисков.

Контрактное регулирование встраивается в механизм регулирования как элемент, восполняющий «пробелы» государственного регулирования и саморегулирования;

– ресурсный компонент – предполагает наличие правового, нормативного и информационного обеспечения процесса регулирования, а также финансового обеспечения. Распределение функций между регуляторами, позволяет перераспределить и оптимизировать затраты, связанные с регулированием;

– инструментальный компонент – включает совокупность методов, (способов), инструментов регулирования. Основными методами регулирования являются рестрикционные методы (лицензирование, аттестация специалистов, контроль), стимулирующие методы (ранжирование нормативных требований, применение санкций к нарушителям законов и стандартов деятельности), компенсирующие методы (создание специальных фондов страхования рисков и компенсационных фондов для инвесторов), информационные методы (просвещение участников рынка, населения по вопросам РЦБ-услуг);

– организационный компонент – включает формализованные процедуры (технологии) применения инструментов регулирования, дифференцированные по регуляторам и объектам регулирования.

Результаты регулирования РЦБ-услуг выражаются в технико-экономических и социально-экономических показателях. Техничко-экономические показатели (капитализация рынка ценных бумаг, доля ликвидных ценных бумаг в общем объеме, динамика количества профессиональных субъектов по видам РЦБ-услуг) позволяют определить место российского рынка в мировом рынке ценных бумаг, а также направления, требующие развития в соответствии с современными мировыми тенденциями. Социально-экономические показатели (количество и динамика выявленных нарушений при оказании имманентных и трансцендентных РЦБ-услуг, доля ценных бумаг в сбережениях населения, доля владельцев ценных бумаг среди населения) характеризуют степень защиты интересов услугополучателей РЦБ-услуг. Кроме того, в социально-экономических показателях следует выделять качественные показатели, которые характеризуют качество предоставляемых услуг (рейтинги и рейкинги профессиональных субъектов, сравнительные характеристики стандартов саморегулируемых организаций).

Следствием постоянно проводимого мониторинга показателей и их анализа должны стать корректирующие действия, направленные на совершенствование механизма регулирования в целом.

В диссертационной работе аргументированы преимущества разработанного механизма по сравнению с механизмами регулирования, применявшимися на разных этапах развития отечественного рынка ценных бумаг (таблица 6).

Таблица 6 – Характеристика механизмов регулирования деятельности профессиональных субъектов на российском рынке ценных бумаг

| Параметры | Существующие механизмы | | Предлагаемый механизм |
|--|---|---|---|
| | Этапы регулирования | | |
| | 1990-1996 г. (март) | 1996 г. (апрель) – по наст. вр. | |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Субъект регулирования | ФКЦБ, Минфин РФ, ГКИ, ЦБ РФ | ФСФР, Минфин РФ, Росмониторинг ЦБ РФ | Единый регулятор |
| Предмет регулирования | Инвестиционная деятельность, осуществляемая как исключительная | Профессиональная деятельность; Непрофессиональная деятельность; Институциональные инвесторы (ИФы, НПФ); Участники рынка государственных ценных бумаг | РЦБ-услуги |
| Объект регулирования | Инвестиционные институты; Фондовые биржи, фондовые отделы товарных и валютных бирж; Чековые (специализированные) фонды приватизации (ЧИФы); Управляющие ЧИФами; Специализированные депозитарии ИФов (ЧИФов) Участники рынка государственных ценных бумаг | Профессиональные участники Непрофессиональные участники (управляющие компании ИФами, НПФ, специализированные депозитарии ИФов, НПФ) Фонды коллективных инвестиций | Любой субъект, оказывающий РЦБ-услуги |
| Цель (задачи) регулирования | Защита интересов инвесторов | Снижение рисков | Спецификация прав собственности Преодоление асимметричности информации, Снижение рисков |
| Характеристика распределения функции регулирования | Дублирование функций регуляторами | Сконцентрированы по сегментам рынка ценных бумаг | Распределены между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями |
| Требования к профессиональным субъектам | Различные в зависимости от сегмента рынка ценных бумаг, неунифицированные | Слабо унифицированные | Унифицированные |
| Саморегулирование | Не развито | Развивается | Развито |
| Членство в саморегулируемой организации (СРО) | Не предусмотрено | Не обязательно (добровольно) | Обязательно |
| Способы (методы) государственного регулирования | Нормирование (правоустановление) Лицензирование Аттестация специалистов Надзор (правоприменение) Мониторинг | Нормирование (правоустановление) Лицензирование Аттестация специалистов Надзор (правоприменение) Мониторинг | Нормирование (правоустановление) Надзор за исполнением законов Мониторинг |
| Способы саморегулирования | Отсутствуют | Надзор за исполнением стандартов деятельности | Аттестация специалистов Лицензирование Надзор за исполнением стандартов деятельности |

Продолжение таблицы 6

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|--|--|---|--|
| Лицензионные требования и условия | Определяются разными государственными регуляторами | Определяются одним государственным регулятором (ФСФР) | Определяются одним государственным регулятором в отношении РЦБ-услуг, имманентных ценной бумаге и информационных услуг. Определяются СРО в отношении трансцендентных РЦБ-услуг |
| Нормативно-правовая база регулирования | Подзаконные акты регулирующих органов | Законы и подзаконные акты регулирующих органов | Законы и подзаконные акты регулирующих органов Стандарты деятельности СРО |

Основными направлениями совершенствования системы регулирования РЦБ-услуг определены: внесение изменений в действующее законодательство по рынку ценных бумаг, в стандарты деятельности профессиональных субъектов, уточнение содержания контрактов профессиональных субъектов, заключаемых с инвесторами.

III Основные положения диссертационного исследования опубликованы в следующих работах

Монографии

1. Горловская, И. Г. Учетная система рынка ценных бумаг: компоненты, модели, услуги [Текст]: монография / И. Г. Горловская. Омск: Изд-во ОмГТУ. 2007. – 16 п. л.
2. Горловская, И. Г. Методологический и функциональный аспекты не-эмиссионных ценных бумаг [Текст]: монография / И. Г. Горловская, Р. Т. Балакина, Л. В. Завьялова, Л. Н. Иванова, Н. В. Огорелкова. Омск: Изд-во ОмГУ, 2009. – 11,2 (авторских 3 п. л.)
3. Горловская И. Г. Теория и методология исследования РЦБ-услуг [Текст]: монография / И. Г. Горловская. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ. 2009. – 12,5 п. л.

Статьи в изданиях, рекомендуемых экспертным советом ВАК РФ

4. Горловская, И. Г. Рынок финансовых услуг как часть рынка ценных бумаг в России [Текст] / И. Г. Горловская // Известия Уральского государственного экономического университета. 2006. № 1. – 1,0 п. л.
5. Горловская, И. Г. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг с точки зрения неинституционализма [Текст] / И. Г. Горловская // Экономические науки. 2007. № 6(31). – 0,6 п. л.

6. Горловская, И. Г. Учетная система РЦБ: проблемы спецификации прав собственности на ценные бумаги [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Финансовой академии. 2007. № 4. – 0,5 п. л.

7. Горловская, И. Г. Государственное и контрактное регулирование услуг профессиональных субъектов учетной системы российского рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Известия ИГЭА / Байкальский гос. ун-т экономики и права. 2008. № 3. – 0,6 п. л.

8. Горловская, И. Г. Структурные компоненты учетной системы рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Финансы и кредит. 2008. № 20. – 1,0 п. л.

9. Горловская, И. Г. Риск как основа профессиональных услуг на рынке ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Российское предпринимательство. 2008. № 8. – 0,4 п. л.

10. Горловская, И. Г. Базовые модели организации учетной системы рынка ценных бумаг как основа услуг профессиональных субъектов [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Томского государственного университета. 2009. № 325. – 0,6 п. л.

11. Горловская, И. Г. Услуги на рынке ценных бумаг как вид финансовых услуг [Текст] / И. Г. Горловская // Финансы и кредит. 2009. № 4. – 1,0 п. л.

12. Горловская, И. Г. Методология исследования услуг на рынке ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская, А. Е. Миллер // Известия Уральского государственного экономического университета. 2009. № 3. – 0,5 (авторских 0,3 п. л.)

Учебники и учебные пособия

13. Горловская, И. Г. Финансы и кредит [Текст]: учебное пособие (для студентов специальности 060200 «Экономика труда»). Гриф УМО по образованию в области национальной экономики и экономики труда 060200 / И. Г. Горловская. Омск: Изд-во ОмГУ, 2003. – 19,5 п. л.

14. Горловская, И. Г. Современные проблемы финансов [Текст]: учебное пособие для студентов экономических специальностей / И. Г. Горловская. Омск: Изд-во ОмГУ, 2005. – 9,25 п. л.

15. Горловская, И. Г. Государственные ценные бумаги России [Текст]: учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности 080105.65 «Финансы и кредит» / И. Г. Горловская, И. М. Савьяк. Омск: Изд-во ОмГУ, 2006. – 8,0 (авторских 6,0 п. л.)

Научные публикации и статьи

16. Горловская, И. Г. Ценные бумаги акционерных обществ [Текст] / И. Г. Горловская; под общ. ред. С. В. Евсеенко // Акционерное общество сегодня. Омск: Экономический комитет Администрации Омской области, 1994. – 2,0 (авторских 1,0 п. л.)

17. Горловская, И. Г. К вопросу о социальной защите инвесторов [Текст] / И. Г. Горловская, Л. Н. Иванова // Общество. Человек. Экономика: материалы всесоюзной научно-практической конференции // Вестник Омского университета. Специальный выпуск 2. 1996. – 0,6 (авторских 0,3 п. л.)

18. Горловская, И. Г. Выпуск ценных бумаг как часть финансовой политики эмитента [Текст] / И. Г. Горловская, С. В. Евсеенко // Общество. Человек. Экономика: материалы всесоюзной научно-практической конференции // Вестник Омского университета. Специальный выпуск 2. 1996. – 0,3 (авторских 0,2 п. л.)

19. Горловская, И. Г. К вопросу о выпуске облигационных займов субъектами Российской Федерации [Текст] / И. Г. Горловская, С. В. Евсеенко, И. В. Моисеева // Общество. Человек. Экономика: материалы всесоюзной научно-практической конференции // Вестник Омского университета. Специальный выпуск 1. 1996. – 0,3 (авторских 0,1 п. л.)

20. Горловская, И. Г. О содержании специализации «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» [Текст] / И. Г. Горловская, Л. Н. Иванова // Научные основы преподавания финансово-кредитных и учетных дисциплин: тезисы докладов и выступлений на международной научно-методической конференции. Часть 1. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – 0,2 (авторских 0,1 п. л.)

21. Горловская, И. Г. Депозитарии и их внешняя среда [Текст] / И. Г. Горловская, А. Г. Панов // Современное общество: материалы научной конференции. Выпуск 2. Омск: ОмГУ. 1999. – 0,2 (авторских 0,1 п. л.)

22. Горловская, И. Г. Проблемы государственных и муниципальных финансов [Текст] / И. Г. Горловская // Современное общество: материалы научной конференции. Выпуск 2. Омск: ОмГУ. 1999. – 0,2 п. л.

23. Горловская, И. Г. Финансовый рынок и денежное обращение [Текст] / И. Г. Горловская // Состояние и проблемы денежного обращения: материалы научно-практической конференции. Омск: б.и. 2001. – 0,2 п. л.

24. Горловская, И. Г. Финансовые рынки в финансовой системе [Текст] / И. Г. Горловская; отв. ред. Л. А. Еловиков // Экономика и труд: сборник научных трудов. Вып.6. Омск: ОмГУ, 2002. – 0,25 п. л.

25. Горловская, И. Г. Особенности подготовки специалистов в области банковского дела [Текст] / И. Г. Горловская, Л. Н. Иванова // Управление банковским персоналом: опыт, проблемы, перспективы. Омск: б.и. 2002. – 0,2 (авторских 0,1 п. л.)

26. Горловская, И. Г. Финансовый рынок как превращенная форма экономических отношений [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2003. № 3. – 0,8 п. л.

27. Горловская, И. Г. Влияние изменений в сфере государственных и муниципальных финансов на финансовый рынок современной России [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2004. № 4. – 0,83 п. л.

28. Горловская, И. Г. Особенности российского рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Университеты как регионообразующие научно-образовательные комплексы: тезисы докладов региональной научной конференции, посвященной 30-летию ОмГУ им. Ф.М. Достоевского: В 5 ч.; Ч. 2. Омск: ОмГУ, 2004. – 0,3 п. л.

29. Горловская, И. Г. Коммерческие банки как субъекты регионального рынка финансовых услуг [Текст] / И. Г. Горловская, М. Г. Бычок // Развитие банковского дела в Омском регионе: история и современность: материалы межрегиональной научно-практической конференции. Омск: б.и. 2005. – 0,2 (авторских 0,1 п. л.)

30. Горловская, И. Г. Дискуссионные вопросы системы финансов современной России [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2006. № 4. – 0,5 п. л.

31. Горловская, И. Г. Определение места и роли регионального рынка финансовых услуг в финансовой системе страны [Текст] / И. Г. Горловская // Перспективы и пути развития экономики региона: материалы международной научно-практической конференции // Вестник Филиала ВЗФЭИ в г. Омске. 2006. № 7. – 1,06 п. л.

32. Горловская, И. Г. РЦБ-услуги учетной системы российского рынка ценных бумаг как особый вид финансовых услуг [Текст] / И. Г. Горловская; отв. ред Т. Д. Синявец // Современные проблемы развития экономики: сборник научных трудов омских ВУЗов Омск: Изд-во ОмГТУ, 2006. – 0,8 п. л.

33. Горловская, И. Г. Учетная система рынка ценных бумаг и ее противоречия [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2007. № 1. – 0,5 п. л.

34. Горловская, И. Г. Государственное регулирование рынка финансовых услуг в Российской Федерации (на примере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг) [Текст] / И. Г. Горловская // Двенадцатые «Апрельские экономические чтения»: сборник трудов международной научно-практической конференции. Том II «Экономика. Образование». Омск: ОмГУ, 2007. – 0,4 п. л.

35. Горловская, И. Г. Особенности услуг на рынке ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2007. № 3. – 0,3 п. л.

36. Горловская, И. Г. Информационный аспект учетной системы рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2007. № 2. – 0,6 п. л.

37. Горловская, И. Г. Финансовая система и РЦБ-услуги [Текст] / И. Г. Горловская // Конкурентоспособность региональной экономики: опыт, проблемы, перспективы: материалы международной научно-практической конференции // Вестник Филиала ВЗФЭИ в г. Омске. 2007. № 8. – 1,9 п. л.

38. Горловская, И. Г. РЦБ-услуги в экономике постцентрализованного развития [Текст] / И. Г. Горловская, А. Е. Миллер, отв. за вып. М. В. Фёдоров, В. П. Иваницкий, Ю. Э. Слепухина // Новая экономика: вызовы, тенденции,

реализуемость: материалы II научных чтений профессоров-экономистов и докторантов. Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2008. – 0,2 (авторских 0,1 п. л.)

39. Горловская, И. Г. Функции учетной системы рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // *Materialy IV Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji «Strategiczne pytania światowej nauki-2008»*. T. 1. Ekonomiczne nauki: Przemysł. Nauka i studia. 2008. – 0,3 п. л.

40. Горловская, И. Г. Экономическая основа РЦБ-услуг [Текст] / И. Г. Горловская // *Современные проблемы науки и образования*. 2008. № 3(17). – 0,64 п. л.

41. Горловская, И. Г. Теоретические основы технологии РЦБ-услуг учетной системы российского рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // *Успехи современного естествознания*. 2008. № 6. – 0,3 п. л.

42. Горловская, И. Г. Типология профессиональных субъектов как услугодателей РЦБ-услуг [Текст] / И. Г. Горловская // *Материали за 4-а международна научна практична конференция «Научно пространство на Европа»*, 2008. Том 3. Икономики. София: «Бял ГРАД-БГ» ООД, 2008. – 0,3 п. л.

43. Горловская, И. Г. Дискуссионные вопросы теории и практики финансовых услуг [Текст] / И. Г. Горловская // *Вестник Омского университета. Серия «Экономика»*. 2008. № 2. – 0,82 п. л.

44. Горловская, И. Г. Базовые элементы системы менеджмента РЦБ-услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // *Тринадцатые «Апрельские экономические чтения»: сборник трудов международной научно-практической конференции*. Омск: ОмГУ, 2008. – 0,55 п. л.

45. Горловская, И. Г. Признаки и свойства ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская; отв. ред. А. Е. Миллер // *Социальные проблемы развития экономики: сборник научных трудов*. Омск: Изд-во ОмТГУ, 2008. – 0,52 п. л.

46. Горловская, И. Г. Особенности и классификации брокерских услуг на российском рынке ценных бумаг. [Текст] / И. Г. Горловская, Я. В. Марченко // *Вестник Омского университета. Серия «Экономика»*. 2008. № 4. – 0,5 (авторских 0,3 п. л.)

47. Горловская, И. Г. РЦБ-услуги как элемент системы рынка ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская // *Materialy IV Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji «Naukowy potencjal świata-2008»*. 12-20 września 2008 T. 1. Ekonomiczne nauki: Przemysł. Nauka i studia. 2008. – 0,4 п. л.

48. Горловская, И. Г. РЦБ-услуги на региональном финансовом рынке [Текст] / И. Г. Горловская, Я. В. Марченко // *Инновационное развитие экономики региона: опыт и перспективы: материалы международной научно-практической конференции* // *Вестник Филиала ВЗФЭИ в г. Омске*. 2008. № 9. – 0,5 (авторских 0,3 п. л.)

49. Горловская, И. Г. Коммерческие банки как финансовые и торговые посредники на рынке ценных бумаг [Текст] / И. Г. Горловская, Я. В. Марченко // *Фундаментальные исследования*. 2008. № 12. – 0,5 (авторских 0,3 п. л.)

50. Горловская, И. Г. Рынок ценных бумаг как рынок услуг [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2009. № 1. – 0,45 п. л.

51. Горловская, И. Г. Методологические подходы к регулированию РЦБ-услуг [Текст] / И. Г. Горловская: Университеты России: вклад в образование и научное развитие регионов страны: тезисы докладов всероссийской научной конференции, посвященной 35-летию ОмГУ им. Ф.М. Достоевского. Омск: Изд-во ОмГУ, 2009. – 0,3 п. л.

52. Горловская, И. Г. Услуги финансового предпринимательства и их классификации на примере брокерско-дилерской деятельности [Текст]: Экономика региона: интеллект, инновации, предпринимательство: материалы международной научно-практической конференции / И. Г. Горловская, М. В. Швин // Вестник Филиала ВЗФЭИ в г. Омске. 2009. № 10. – 0,3 / 0,2 п. л.

53. Горловская, И. Г. Услуги профессиональных субъектов рынка ценных бумаг в российской и зарубежной теории и практике [Текст] / И. Г. Горловская // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2009. № 4. – 0,8 п. л.

Печатается в авторской редакции

ИД № 06039 от 12.10.2001

Подписано в печать 12.01.2010. Формат 60x84 ¹/₁₆. Отпечатано на дупликаторе.
Бумага офсетная. Усл. печ. л. 3,0. Уч.-изд. л. 3,0. Тираж 120 экз. Заказ 29.

Издательство ОмГТУ. Омск, пр. Мира, 11. Т. 23-02-12
Типография ОмГТУ

10.2